全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



华安基金·世界资本经典译丛

迷失的华尔街

The Failure of Wall Street

[美] 埃里克·班克斯 著

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



作为国际上首屈一指的金融重镇，华尔街的名声可谓星光熠熠。

但，更令人惊异的是，在这条星光大道的背后，华尔街亦会迷失自己。确实，华尔街犯过严重的错误——在筹集资本、咨询建议和管理风险等方面，华尔街均未竟其功、未尽其能，而在其应尽受托之责时，却又屡屡瞒诈。

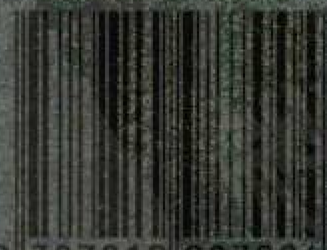
为此，《迷失的华尔街》分析了华尔街是如何并且为什么会在外界公认的所谓"专业"领域出现这些错误和过失，强调了华尔街在公司治理、管理、策略、控制，以及透明度等方面的缺失，并为此提出其建议；同时，运用案例阐述了问题的内在本质和严重程度。

也许，完整地理解华尔街的精彩，就不能仅仅局限于其创造的财富，而是应看到这枚金币的另一面……

麻省理工学院(MIT)斯隆管理学院金融工程教授、名噪一时的《华尔街的非随机游走》作者安德鲁·W．罗对此评价甚高："这本书是对金融业黑暗面的深刻揭露，由华尔街富有经验的业内人士以一种引人入胜的方式撰写，他知道华尔街机体的哪一部分出了毛病。无视这本书，都将对投资的健康构成不可忽视的危险。"

华尔街洗尽铅华，闪露峥嵘！

ISBN 978-7-81098-700-4



9 787810 987004 >
本社网址：www.sufep.com
定价：40.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华安基金·世界资本经典译丛

迷失的华尔街

[美] 埃里克·班克斯（Erik Banks） 著

彭立志 译

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

迷失的华尔街/(美)班克斯(Banks,E.)著;彭立志译．—上海:上海财经大学出版社,2006.10(2007.3重印)
(世界资本经典译丛)
书名原文:The Failure of Wall Street
ISBN 978-7-81098-700-4/F·646

Ⅰ.迷…　Ⅱ.①班…　②彭…　Ⅲ.投资风险-研究-美国
Ⅳ.F837.124.8

中国版本图书馆CIP数据核字(2006)第078354号

□ 选题策划　麻俊生
　　　　　　袁　敏
□ 责任编辑　广　林
□ 封面设计　未　名
□ 版式设计　孙国义

MISHI DE HUAERJIE
迷失的华尔街

[美]　埃里克·班克斯(Erik Banks)　著
彭立志　译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路321号乙　邮编200434)
网　址:http//www.sufep.com
电子邮箱:webmaster@sufep.com
全国新华书店经销
上海市印刷七厂一分厂印刷
上海远大印务发展有限公司装订
2006年10月第1版　2007年3月第3次印刷

787mm×1092mm　1/16　22.25印张(插页:3)　341千字
印数:8 001—12 200　定价:40.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

从铿锵的历史中，寻找经典，

从凝血的经典中，检索未来的通途！



"华安基金·世界资本经典译丛"立意在纷繁的往昔中，披沙拾金，以最鲜活的语言，再现真实的历史场景，从而使读者沉浸其中，体悟市场的风云变幻、血雨腥风。

"兵者，诡道也。"市场亦然。

"上兵伐谋。"

无疑，本套丛书有助于读者拨开过往的云烟，从中发现惠助当下的智慧与谋略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





《兀鹫投资者》

《赢家——华尔街顶级基金经理人》

《1929年大崩盘》

《贪婪的智慧——从为人不齿到受人尊敬的投机史》

《至高无上——来自最伟大证券交易者的经验》

《迷失的华尔街》

《股票作手回忆录》

《绝境与生机——市场动荡、风险和机遇》

《解读华尔街》

《市场、群氓和暴乱——对群体狂热的现代观点》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上兵伐谋；

开卷有益。

从铿锵的历史中，寻找经典；

从凝血的经典中，检索未来的通途！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“华安基金·世界资本经典译丛”编辑委员会

编　委　黄　磊
骆玉鼎
崔世春
田晓军
李　曜
袁　敏

策　划　黄　磊
袁　敏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地狱除了充斥着魔鬼之外一无所有。

——莎士比亚，《暴风雨》(*The Tempest*)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总 序

约翰·邓普顿爵士说过："一个国家的财富不能依靠自然资源，它应该依靠人们心中的想法和观念。"

近年来，中国证券市场正在发生巨大的变化，制度化建设不断推进，市场规范化程度越来越高。股权分置改革，更使中国证券市场实现了一次基础性的变革。与此同时，中国证券市场的机构投资人比例也在不断提升，各类机构投资人迭次出现，市场投资主体的构成日益丰富。

在这样的投资大背景下，无论是专业的机构投资人，还是刚刚涉入市场的投资新手，均有学习和提高自己的必要，因为在每一个投资决策的十字路口，我们都需要智慧和勇气来作出正确的判断与抉择。

有鉴于此，华安基金管理有限公司联合上海财经大学出版社，策划推出了这套10本"华安基金·世界资本经典译丛"。与我们上一套丛书"华安基金·现代基金投资与管理译丛"不同，本套丛书主要侧重于通俗易懂的投资界名家传记、在各个重要历史转折关头的投资实录等。我们的目标，是以人文、历史的眼光，选择可读性强的证券投资界经典性的作品——它们既可供专业人士在休息时轻松阅读，也可为非专业投资人提供身临其境的实践指南，进而从中有所体悟。

这10本书中，**《兀鹫投资者》**读来就像是一本悬疑小说。它生动地叙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

述了一群寻找并获得资本金矿的投资者的故事。所谓的“兀鹫投资者”，简言之，就是那些买进陷入财务困难或经营有待改善的企业的债务，通过直接或间接对公司施加影响，在改善公司的质量后卖出，从中获取高额回报的投资者。作者罗森伯格的故事讲得惟妙惟肖，生动再现了 20 世纪 90 年代的投资风云。

《赢家——华尔街顶级基金经理人》是一本关于华尔街最优秀的共同基金经理人的人物传记。作者通过多年的访谈，记录下这些杰出人物的从业历程、成功的经验与失败的教训。14 位行业顶尖人物的亲身经历，无疑对国内证券投资人有着极大的启示和借鉴作用。

著名经济学家加尔布雷思撰著的**《1929 年大崩盘》**，自其 1954 年初版以来，在 1955、1961、1972、1979、1988、1997 年不断再版，是学术界和证券投资界经常大量引用的典范性著作。《大西洋月刊评论》认为：“经济文学很少以其娱乐价值而著称，但这本书却做到了。加尔布雷思的文章雍容而机智，并且幽默地鞭挞了这个国家某些金融领域的智者和政策所犯的错误。”

《贪婪的智慧——从为人不齿到受人尊敬的投机史》以翔实的资料，生动记录了美国期货市场的产生、发展的全过程，包括在 19 世纪，那些雄心勃勃的商人们，是如何在利益的驱使下，为了垄断黄金、白银和粮食市场，而创立现代标准期货合约的；期货市场又是如何在人们的谩骂声中，艰难起步的；而到了 20 世纪，为何会有大量的公司、个人，甚至外国政府迅速进入这一领域。本书在展示期货市场 100 多年来风雨历程的同时，还在人性层面对投机事件作了精彩解读。



《至高无上——来自最伟大证券交易者的经验》记述了历史上 5 位著名证券交易者的成长历程，颇有可读性和启发性。这些在 20 世纪跨上华尔街巅峰的投资者，以其卓越的表现，向读者展示了那些历久弥新的、永恒的投资策略。

《迷失的华尔街》主要分析了华尔街在筹资、提供公司和个人理财建议、风险管理等方面的失败现象，并提出了避免失败的对策。这本书的特点在于，其内容大量来自华尔街的案例，并保持了深入浅出的叙述风格。

《股票作手回忆录》(图文版)记述的是 20 世纪初最显赫的股票与期货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者——利维摩尔生平事迹的经典作品。本书的中文版在上个世纪末曾经出版过；这次出版的译本，其最大的不同之处，在于全面展示了 80 余年前这本书在美国《周六晚间邮报》上进行系列连载时的原貌，并配以当时的插图，真实地复原了当时的历史。值得指出的是，数十年来，一代又一代证券投资人，均通过阅读本书，从中学习金融操作所应秉持的态度、反应和感受。

在描述市场恐慌的书籍中，**《绝境与生机——市场动荡、风险和机遇》**选取了独特的视角——如何在弱市中赚钱，如何面对市场恐慌——因此，别具一格，具有很强的针对性。本书作者对投资者的一些常见问题提供不同寻常的答复，并指出为什么恐慌会带来独特的机会，并提出了新的理解市场恐慌周期的方法。此外，本书对一些直接介入处理主要股票危机的市场专家的采访和内幕报道，则在最大程度上展示了恐慌发生时的现场真实情况。

《解读华尔街》在美国发行量达到上百万册。该书介绍了华尔街运作的全过程。在过去的四分之一世纪中，这本书帮助各个层次的投资者确切地理解证券市场如何运作，以及在限制风险的情况下，如何建立起有效的投资组合。

《市场、群氓和暴乱——对群体狂热的现代观点》从人类近代史上若干次"群众运动"导致的疯狂与灾难性后果，以及金融市场泡沫的破灭等现象入手，生动分析和描述了人性中的盲目的一面。本书论述生动，旁征博引，从一个侧面诠释了投资者心理学及其如何对市场产生影响，具有很高的参考价值。

"路漫漫其修远兮，吾将上下而求索。"作为中国第一批基金管理人，我们深知：华安基金既是中国基金业的创业者、引领者之一，也应成为市场的培育者和奉献者。我们愿与上海财经大学出版社一起，借这套丛书的翻译、发行，与更多的朋友一起分享证券投资殿堂的智慧与乐趣。

华安基金管理有限公司

2006 年 10 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言

华尔街是世界上首屈一指的金融交易和中介市场，在许多方面都是很成功的。华尔街为企业募集并提供资本，创造新的金融产品，买卖有形资产和金融资产，还提供投资和理财建议，它在全球经济增长中的作用如今已是无与伦比，至关重要。然而，尽管华尔街很重要，而且有实力，但华尔街的错误和过失不断，在其核心专业领域的各个层面，它都犯过严重的错误——在募集资本、咨询建议和管理风险等方面，华尔街均未显其功、尽其能，而在其应尽受信托人之责时，却又屡显虞诈。这些错误和过失不仅破坏了金融系统和华尔街自身的声誉，也极大地影响了华尔街内外的许多人：雇员和管理人员、个人和企业客户、投资者、债权人和监管者，在某些情况下，甚至还动摇了整个行业和经济的稳定。更为严重的是，除非有更高的意愿去认识并解决那些导致错误和过失的根本问题，同样的错误和过失在未来数年里还很可能继续祸患华尔街。

《迷失的华尔街》分析了华尔街是如何并且为什么会出现错误和过失的，并针对如何改进这些错误与过失提出了一些建议。作者埃里克·班克斯(Erik Banks)在简要阐述华尔街在募集资本、为企业和个人提供理财顾问、管理风险，以及作为一个负有信托责任的诚信金融分析师等方面的作用以后，探究了华尔街出现在上述各个领域的重大错误和过失，并运用案例研究阐析了问题的内在本质和严重程度。紧接着，作者解释了为什么华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔街会在每一个外界所认为的所谓“专业”领域出现错误与过失，并强调了华尔街在公司治理、管理、技能/控制，以及透明度等方面的缺点和不足。最后，作者就如何解决那些未来还会继续祸患华尔街的各种问题提出了一个框架性的建议。班克斯认为，这些解决办法并不一定能迅速、轻松或方便地实施，但能有助于华尔街向着它所希望的方向前行，成为优秀、持续而高效的金融专家。

埃里克·班克斯在华尔街工作了16年，大部分时间服务于一家重要的全球性投资银行。他在纽约获得职业培训，并开始华尔街的职业生涯，接着他在东京、香港和伦敦等地的分支机构主持工作达8年之久，然后回到纽约担任常务董事之职。2002年，班克斯先生从华尔街退休，从事专职写作工作。他在金融方面的著作颇丰，如帕尔格雷夫(Palgrave)为其出版的《工作在华尔街》(*Working The Street*)、《财经词典》(*The Financial Lexicon*)、《流动性风险》(*Liquidity Risk*)，以及《复合衍生证券的信用风险》(*The Credit Risk of Complex Derivatives*)第三版和《公司治理》(*Corporate Governance*)。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢

我谨感谢纽约帕尔格雷夫·麦克米伦(Palgrave Macmillan)出版社高级编辑托比·瓦袄(Toby Wahl)在本书整个项目中弥足珍贵的支持和指导,也感谢责任编辑唐纳·切莉(Donna Cherry)以及帕尔格雷夫编辑和市场推广团队在本书出版过程中的大力帮助。

最衷心的感谢,一如既往,要给我的爱妻米莱娜(Milena)。

——埃里克·班克斯
2004 年于康涅狄格州雷丁市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

总序 ………………………………………… 1

前言 ………………………………………… 1

致谢 ………………………………………… 1

第一篇 华尔街！华尔街！！

第一章 华尔街及其作用 ………………………… 3

华尔街的作用 ………………………………… 6

华尔街的核心成员 ……………………………… 13

第二章 当欲行之功未达 ………………………… 19

平稳航行 ……………………………………… 19

波涛汹涌的水面 ………………………………… 21

为什么会出错 …………………………………… 24

谁来买单 ……………………………………… 26

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

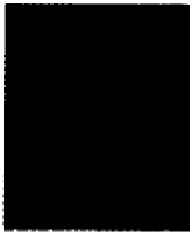
第三章　募集资本时出现的问题 …… 32
过多的资金 …… 33
资金不足 …… 44
错误地定价 …… 46

第四章　不良的企业咨询建议 …… 57
糟糕的企业财务顾问 …… 57
糟糕的投资咨询建议 …… 74

第五章　欠妥的个人理财建议 …… 102
经纪人的销售行为 …… 104
高风险性投资 …… 109
不正当行为 …… 119

第六章　违背信托责任 …… 129
违反法令 …… 133
漠视利益冲突 …… 159
失职的审慎性审查 …… 180
把客户资产置于危险境地 …… 187

第七章　糟糕的风险管理 …… 197
为什么要承担风险 …… 198
没有正确理解风险 …… 201
错误的风险估值 …… 218
没有控制风险 …… 228



第二篇　幕后探源

第八章　内在的缺陷 …… 243
缺陷＃1:无效的公司治理 …… 244
缺陷＃2:糟糕的管理 …… 250

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缺陷＃3:拙劣的技能与内部控制体系 …… 269

第九章　外在的不足 …… 274

不足＃1:迷失的监管机构 …… 275

不足＃2:迷失的审计机构 …… 286

第三篇　重整旗鼓

第十章　整顿内部秩序 …… 295

第十一章　建立外部防御体系 …… 314

第十二章　结束语:路在何方 …… 330

维持现状的含义 …… 332

变革的含义 …… 334

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一篇

华尔街！华尔街！！



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 华尔街及其作用

华尔街位居全球经济金融机器的核心，带动着全球经济的运转。华尔街作为一个地方确确实实存在，在华尔街和百老汇街的交汇处，坐落着纽约证券交易所（NYSE）、纽约联邦储蓄委员会和美国证券交易所（AMEX），金融巨鳄如高盛（Goldman Sachs）、美林（Merrill Lynch）、雷曼兄弟（Lehman Brothers）等公司耀眼的总部大厦也聚集在华尔街周围。但本书所讨论的华尔街乃是指概念或功能意义上的华尔街。作为金融传导体系，华尔街不仅仅存在于曼哈顿下城区，同时也存在于曼哈顿中城区、伦敦、东京，以及电子世界当中。从这种意义上，地理位置对华尔街来说并不重要，但其功能则不然，因为推动企业和客户的发展，正是华尔街的功能之所在。

华尔街是一个由数千家金融机构组成的十分庞大的产业，世界各地有数以万计的员工就职于华尔街的金融机构，但驱动这一切的却是一个非常小的群体。只有10余家顶级银行在安排和调节全球商业和金融交易中起着极为核心的作用。虽然随着银行间的合并、兼并、淘汰，或者小型银行在某一领域逐渐发展壮大一跃成为大型银行等，顶级银行的名单会不时发生变迁，但位居华尔街核心的顶级银行总是少数几个。这些顶级银行，通过少数大型的共同基金组织，以及重要的股票和期货交易联系到了一起。因此，华尔街的权力是相当集中的。华尔街的所言所行会影响个人、公司，甚至一国对其经济命运的决策，而这蕴涵着异常深远的含义，在接下来的章

www.55188.com 理想在线证券网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

节中，我们会看到这一点。

华尔街在其核心业务领域已经有数十年的经营历史，在许多方面可以说是成功的。在募集和配置资本、金融产品创新、买卖有形资产和金融资产、为企业和个人客户的各种交易提供咨询建议等方面就做得非常出色。事实证明，华尔街非常具有灵活性，富有弹性，能够适应各种变化，并经受各种危机和混乱局面的考验。它在全球经济增长中已经起到了并还将继续起着无可比拟的重要作用。毫无疑问，如果没有华尔街的创新力和领导力，金融与创新活动将会停滞不前，经济增长也会受到致命打击。因此，我们绝不能低估华尔街已经带给并还将继续带给现代经济社会的巨大利益。

然而，尽管华尔街很重要而且有实力，能够给经济社会带来很多好处，但华尔街常常不能行所当行、止所当止。或许，这是自由市场机制的一个副产品：创造这样一种成熟而且具有可适应性的金融体系框架的每种力量本身，就是易于被误用，甚至滥用的。经济利益的驱使刺激了金融创新、资本的流动、财富和风险的转移，同时也导致了一些扭曲的行动和行为，这也就意味着金融系统的运转并不总是如想像中的那么如意。不幸的是，华尔街运转失灵的证据俯拾皆是，过去数十年中各大媒体的头条新闻——不当的交易、肆意对待客户、糟糕的风险管理、利益冲突、诚信缺失和欺诈等，就能说明这一切。而这些问题并不是百年一遇的偶发事件，它们发生得如此之频繁，根本不可能只是意外事故或者特殊情况。华尔街常常因为做了不该做的事而成为公众关注的焦点：在法庭或仲裁委员会面前极力为自己的草率行为辩解，因为损失额巨大而成为媒体报道的热点，为缓解企业和个人客户的愤怒情绪而与他们协商和解，因为违规受罚与监管当局讨价还价等等，不一而足。事实上，很难想像还有其他行业像华尔街这样如此频繁而又严重地犯错。当然，其他行业的企业也都有它们自身的各种问题，譬如过多的存货、糟糕的并购、错误的战略和产品召回等，但这些问题所发生的范围和规模都不及华尔街，当然也不会像华尔街那样频繁地发生。

显而易见，华尔街在其核心业务领域犯下了许多错误。不论是募集资本、咨询建议、管理风险，还是托管客户资产，华尔街都未显其功、尽其能。几乎所有的错误和过失都会使华尔街蒙受经济和声誉上的双重打击，华尔街内外的许多人也都会因此而遭受损失，包括雇员和管理者、个人和公司客户、投资者、债权人、监管者，有时甚至包括整个产业、市政当局和一国最高元首。更为糟糕的是，华尔街似乎不能（也许是不愿意）从它的错误中吸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取教训，去认识并解决那些内在的根本问题。

当然，华尔街也并非一无是处，倘若果真如此，则全球经济的景象就会完全不同：经济增长停滞、资本流动不畅、投资管理处置失当以及金融风险过大等现象就会出现。令人欣慰的是，华尔街对大部分业务的处理还是相当稳健的，就这一点而言，它是相当成功的。华尔街主导建立了全球 14 万亿的资本市场，帮助数以万计的企业进行了成功的兼并，创立了为数众多的创业风险基金，建立了顺畅的金融交易环境，帮助成千上万的投资者管理他们的财富和资产，提出了规避风险的巧妙方案。如果华尔街专注而勤奋，它就会运转得非常好。在这里，我们并不是要谴责华尔街，或者对所有华尔街的机构和在华尔街工作的人提出批评和质疑。华尔街拥有一大批才华横溢的专业人士，他们勤奋努力，尽力做好本职工作，他们提高了金融交易的质量，使得华尔街变得更加安全而有效率。他们的努力值得赞扬，因为如果没有他们，情况可能会变得更糟。

但是，华尔街可以做得更好、更加好。尽管华尔街的确做出过不少贡献，也可以说取得了辉煌的功绩，但当华尔街的银行对政府/企业的违约金额高达数十亿美元之巨，当他们将不当交易或错误战略的沉重包袱让机构和个人投资者承担，当他们将自己的利益凌驾于其他所有人之上时，我们是不是应该认真地考虑一下事情的另一面？当他们为了获得交易费用而谎报事实和信息，当他们纯粹为了赚取佣金而向客户推销客户并不需要的产品，当他们没有尽职尽责地去保护客户和投资者的利益时，难道我们还能为此而感到满意？我们为什么要对这些行为感到满意？上述种种都是构成华尔街错误和过失的基本内容，代表着华尔街严重的缺陷，不应该被隐瞒或掩饰，但事实是，它们常常被隐瞒或掩饰了。

华尔街为什么会在这些领域出现错误和过失？大致来说，是因为华尔街过于注重利润最大化，有时候甚至不惜任何代价。这些错误和过失又是如何产生的？不完善的公司治理、糟糕的管理、拙劣的战略、利益的冲突、技能的不足、内部控制的缺失，以及外部监督和制衡的薄弱都是原因。为什么华尔街不解决这些问题呢？主要是因为华尔街不愿意改变有利可图的现状，不愿意危及现有的各种特殊收入和薪酬福利体系。而且，由于责任并不明确，处罚力度也无足轻重，似乎没有什么理由要为此施行改革。

撰写本书的目的在于探究华尔街的错误和过失——阐析作为全球首屈一指的金融中介市场是怎样，又是为什么不能履行好自己的职责的。与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他在华尔街工作了多年的人一样，我对正在发生的一切感到忧虑。但我并没有绝望，也并非要谴责什么。我更愿意提出一些具有建设性的意见，更快地使华尔街诸多不甚理想的行为得到改善，从而使得更多的人能够从华尔街受益，更少的人从华尔街受损，也使得华尔街的光芒更加持久。在接下来的章节中，我会阐述我的上述观点，但在切入正题之前，我想就华尔街的作用，及其主要参与者的性质作一个简要的回顾。

华尔街的作用

华尔街的业务范围甚广，最基本的业务主要有以下五项：募集资本、为企业提供咨询、为个人提供理财顾问、履行信托责任，以及管理风险。下面我们将看到，华尔街的上述业务是如何运作的，有时如何会出现错误和过失，但首先，让我们总括一下华尔街原本应该是怎样运作的。

募集资本

募集资本是华尔街的核心功能。尽管华尔街所有的功能都很重要，但不言而喻，募集资本是首要的，因为资本的募集对华尔街其他所有业务，如兼并、收购以及与资本相关的投资，无不产生影响。企业将资本投入生产性的资产，以产生利润，如果没有资本，企业就会停止运转，经济增长也会因此而停滞。因此，如果要保持一国或全球经济的正常运转和增长，企业就必须有融资渠道。企业所需要的资本，一部分可以通过自身积累的留存收益而获得，但大部分资本需要从外部获得。主要的外部融资渠道有两个：负债和所有者权益。负债资本代表了企业的债务，其本质与借款或欠款无异。与此相对照，权益资本代表了企业股东的所有者权益。然而，负债和所有者权益有多种不同的表现形式，负债包括短期票据、商业票据和保证金、长期票据和债券、有担保和无担保贷款、次级债券等；所有者权益最纯正的形式就是企业发行的普通股票，但由所有者权益派生而来的证券很多，如优先股（优先股也有多种类型，如累积型优先股、非累积型优先股、可赎回优先股等）和可转换债券（同样也有很多种类型，包括标准可转换债券、托管可转换债券、反向可转换债券，以及许多以大写字母巧妙表示的证券，如 LYONs(Liquid Yield Option Notes，流动收益期权票据)、PRIDES

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Preferred Redeemable Increased Dividend Equity Securities，优先可赎回增长型分红证券)、TOPRS(Trust Originated Preferred Securities，基于信托的优先可转让债券)、DECS (Debt Exchangeable for Common Stock，与普通股互换债券)和 PERCS(Preferred Equity Redemption Cumulative Stock，优先股偿还累积股票)等——这些证券大同小异，除了在税收和转换方面有细微的区别。

因此，华尔街的金融机构尽力为他们的机构客户募集资本。募集资本的一般过程是：客户经理或投资银行人员拜访企业的财务主管或首席财务官(CFO)、州财政部门长官或财政部长，向他们推销各种融资方案，并演示首次公开发行新股(IPO)、增发新股或发行债券会给企业资产负债和现金流状况带来怎样的效果。如果客户有兴趣，并有筹资意向，相关领域的专业人士就会加入进来，开始推敲一些细节问题，例如：如何确定交易的价格，能否设立套期保值或与衍生交易工具捆绑以降低发行成本，应该在哪个交易所上市交易，发行后需要何种后续支持，是采用尽量代销方式还是采用包销方式发行，需要何种形式的投资研究(Research coverage)等等。上述阶段完成以后，企业可能会委任该银行进行资本募集，也有可能继续与别的银行进行商谈，实际上，精明的财务主管或首席财务官们总会货比三家，让银行相互竞争，以获得条件最优的合约。而一旦与某一银行确定合约以后，辛迪加财团就开始着手上市前的准备和需求建档公司，这有助于确定适宜的发行息差(债券)或价格(股票)。接着投资研究进入静止期(Quiet period)，不得发布投资信息，直到发行日股票(债券)正式定价发行。如果股票(债券)是以尽量代销方式发行，银行就会通过其机构/个人销售队伍尽力销售证券，并把募集到的资金交付给企业。因此，如果资金募集的目标是 1 亿美元，而实际只募集到了7 500万美元，则企业所能得到的资金就只有7 500万美元。但如果是以银行包销的方式(银行买断或者完全承诺)发行，则银行不论其销售多少，都需要交付给企业 1 亿美元。如果发行的价格合理，对投资者具有吸引力，银行就能足额收回 1 亿美元，但如果定价不合理，部分股票(债券)就会难以销出而困在银行手中。但无论首次上市成功与否，银行都会进行投资研究，并提供一定程度的二次交易支持，使得发行的证券具有流动性。二次交易构成了银行风险活动的一部分(下文还会提及)。

如果所有这一切都按预期运转的话，所有的人都是赢家：企业以公允

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而有竞争力的价格得到所需的资本，投资者得到具有足够流动性和可靠研究支持的、并有吸引力的投资机会，银行也得到应有的报酬。募集资本的费用差异很大，在美国发行股票的费用为募集资本的6%～7%（在国际市场发行为3%～4%），发行债券的费用为募集资本的1%，而贷款的费用则在0.1%～0.5%之间。因此，几乎所有的银行都热衷于首次公开发行和增发新股，而不愿意帮助获得贷款也就不足为奇了。然而，华尔街有时候却做得过头了，极力促成一些并不适当的交易，譬如，尚不成熟的首次公开发行，为负债率已经很高的企业发行债券或举债等，这些我们将在第三章更加详细地探讨。

企业咨询

华尔街在许多方面为企业（国家）提供咨询服务，譬如为企业提供资产交易[并购（M&A）、资产剥离、资产重组、私有化、杠杆收购（LBO）、税收掩体]和投资战略管理（资产配置、基于衍生工具的投机）等方面的咨询服务。

企业总是在不断地变换自己的业务：有时他们会通过国内外的并购（M&A）来扩张业务，有时会迫于外界压力而将自己出让给竞争对手，有时也会剥离自己不愿再继续经营的下属企业。华尔街能够帮助企业处理这些事务，并且大部分银行有专业的团队来处理不同的业务：客户经理建立并维护与客户的关系，以便于银行能够为客户企业的一系列策略行动提供咨询服务，一般财会人员协助完成简单（或常规）交易的具体事务，而交易中极为复杂的部分，可能需要较为高深的法律、税收、会计和金融等方面的专业知识，则由相关的专家团队处理。整个咨询过程异常复杂。一般来说，银行首先会分析客户企业潜在的理财机会，并把各种咨询预案呈送给客户企业的管理高层。如果企业接受银行的预案，接下来的工作就会紧张而繁忙：数据分析（由初级投行人员和分析师进行）、审慎性审核调查、准备价值评估和公允性建议、进行必要的资本安排、起草法律文书和法定信息披露文本。所有的这一切都必须在交易最终执行前完成（交易对方的银行也必须如此）。华尔街同时也发现帮助客户企业处理境外税收事务，帮助他们尽可能减少每年缴纳给国内税务署（IRS）的税款，是一项利润丰厚的业务。很多银行拥有精通税法的税务专家，他们通过分析客户的财务状况，可以提出可行的避税安排，很可能为企业节省税务支出，这样，客户经理就会拜访潜在的客户企业，看能否促成一笔业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，华尔街的企业咨询不仅仅限于企业的资产交易或税务策略。大量的咨询服务都与资产负债表和利润表相关项目的基本管理有关：如何处理流动资产和投资组合，怎样管理负债和资金流量，如何改善经营性和筹资性现金流，归根到底，如何提高资产回报率。华尔街也有相关领域的专业人士帮助客户适当处理这些事务。这些专业人士，部分在投资管理部门工作，向共同基金、养老基金，以及其他机构的资产管理经理营销适合他们的产品，大部分产品都是普通股票和债券，通常并不复杂；部分专业人士负责服务对冲基金和有丰富金融市场经验的企业，他们有强烈的意愿使用衍生金融工具（表外金融合约，其价值取决于其他相关市场的表现），帮助他们创造特定投资机会、规避金融风险、锁定融资成本，或者进行投机。衍生证券经纪商创造了许多精妙的交易方式，使得机构投资者的投资可以获得最大的收益，或者使他们的融资成本降到最低。一些衍生金融工具相当复杂，因此，销售人员需要花很多时间和精力，向客户解释清楚上涨和下跌两种不同景况，以便于客户能够完全明白，怎么样会有利，怎么样会不利。

如果所有企业咨询都能如愿发挥应有效应，所有的人都是赢家：企业（及其投资者）获得了成功的收购、可行的避税或有利的投资/投机机会，而银行也获得了可观的报酬：佣金、价差和交易利润。不幸的是，一些表面上看起来很成功的并购、税收筹划和投资业务，在实际操作中却是一场灾难，第四章将探讨这些问题。

个人理财顾问

华尔街极力迎合主街（Main Street，译者注：华尔街代表金融行业，而主街则代表除金融业以外的传统产业，如制造业等）中大量个人客户的需要，主要是普通小投资者，他们需要投资和财富管理方面的指导。每家华尔街的大型机构都有5 000～15 000个分布在全球各地的经纪人。这些经纪人到处争夺客户及其资产资源，为客户推荐投资计划（依据具体的证券种类收取佣金），提供财富管理顾问，譬如资产管理和退休规划（按资产的额度收取手续费）。研究分析人员将选取所谓最具投资价值的证券名单（Top pick lists）提供给经纪人（或许，他们自己更愿意被称为“理财顾问”），而经纪人的工作就是要说服客户照单买入这些产品。随着投资群体的老年化，华尔街的大型投资银行都提供各种与退休相关的服务，譬如不动产处理、税收筹划、退休和养老金规划等。绝大部分的大型银行都拥有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的共同基金(个人投资中非常流行的一种投资形式),以与已有的共同基金公司进行竞争,获取更多的收益。尽管华尔街有大量的零售业务都来源于基于佣金制的咨询及交易业务,但有一些银行正在想方设法依据市场状况,在零售业务中推行固定收费制,这在市场走向低迷、个人消费者纷纷退出市场、交易量萎缩的情况下,有助于银行稳定利润。对银行而言,对客户账户按资产的0.5%～1%收取年费(而让他们免费交易,或者仅仅收取极低的交易手续费),远比收取佣金,却不得不祈求市场景气、交易活跃,要好得多,因为对前者而言,就算是交易量为零,资产的大小却很可能保持不变,而这意味着仍能维持相对丰厚的利润。

理财顾问是银行分销体系的重要组成部分,增强了银行的实力。尽管很多证券都通过机构销售渠道,销售给了专业的投资者(如养老基金、共同基金、对冲基金,以及上文提及的具有丰富投资经验的企业),但还是有大量的证券通过零售网络销售给了普通中小投资者。因为个人投资者中所蕴藏的资本是相当惊人的,与那些完全专注于服务机构投资者的银行相比,拥有零售销售网络的银行更有竞争力。事实上,如果银行有能力把证券销售给个人投资者,则银行向企业财务主管们推销股票或债券承销方案时,就拥有了相当有力的筹码。

同理,如果个人理财顾问业务能如愿运转的话,所有的人都是赢家:客户获得了如何管理其财产的合理建议和投资推荐,而且他们的投资组合也会获得正常的回报(当然,这并不意味着所有的投资都能盈利,只是说不会产生令人惊愕的损失)。同时,银行也会因为他们的付出而获得应有的佣金和报酬。然而,正如我们在第五章即将看到的一样,零售业务并非总是和谐而平稳地运转,而是会不时地遭遇很多棘手问题。



履行受信托人责任

华尔街必须履行与客户相关的各项义务,包括一些无形的义务。理解一项并购、债券交易,或者零售客户销售计划本身并不难,但要评判这些业务背后所隐含的信托和受信托人责任(譬如,公正的咨询建议、资产的安全托管、合乎职业操守的处置、适当的审慎性审查、精确公允的意见)却要难得多,因为只有客户和股东的利益都得到了适当的对待,才意味着银行恰当地履行了受信托人的责任。虽然履行受信托人责任说来有些难捉摸,但它对金融市场正常平稳地运转非常重要,举例来说或许更容易理解。例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如，华尔街的银行在处理某项交易、提供咨询建议或者执行某项合约时，客户们需要有绝对的信心相信他们的业务得到了公允的处置。这就意味着银行在提供投资研究和并购(M&A)的公允建议时必须是诚实而独立的，并且履行了审慎性审查义务；银行必须对交易的风险有清楚的认识，并确保证券和机密信息的安全；银行必须准确地按照客户的指令进行交易，并及时向客户提供投资持有量、投资价值以及交易的正确信息；如果银行获得了客户的全权委托，就必须以最谨慎的方式来代行该项权利。简而言之，一个尽责而且诚信的专业人员或企业所应该履行的责任和义务，华尔街的金融机构都应该履行。这在金融服务这样一个缺乏硬资产(Hard Assets)支撑、核心职能的发挥有赖于商誉、信用和知识等无形资产的行业，履行受信托人责任就显得尤其重要。

当然，如果一切都能如愿运转的话，所有的人都是赢家：客户得到了适当对待，并对其所得到的建议、服务和信息充满信心。银行也因为履行了特定的受信托人责任而获得了报酬，更为重要的是，因为做了“应该做的事”而使银行的信誉得到了提升。但是，如果银行在履行受信托人责任时走上了歧途，不但客户会遭受损失，银行的信誉也会因此受到损害，我们将在第六章更详细地探讨这一点。

管理风险

虽然承受风险对华尔街的银行和金融市场的有效运转都是相当重要的，但对主街上的人们而言，他们就不一定能清楚地知晓风险在何方(除非风险突然爆发，整个事件为晚间财经新闻所报道)。银行的存在就是要承受和管理风险，这是他们持续经营所必需的，也是他们所能提供的核心增值服务之一。通用汽车制造轿车，康柏生产电脑，银行则形成容聚风险的能力。如果银行不能承受和管理风险，企业与个人就必须自己去承受和管理风险，而这将是无效率、昂贵而危险的。

风险存在的形式多种多样。例如，有市场风险，市场可能走高或走低、波动的幅度可能增大或减小，收益曲线可能变得更陡峭或更平缓，债券的息差可能增加或降低等，都属于市场风险；有信用风险，即企业由于经营不善而不能偿还贷款(或者不能履行其他一些具有一定风险的交易，如债券和衍生证券等)的风险；有流动性风险，即企业无法获得资金融通或迅速出售其资产而获得足够现金来偿还债务而产生的风险(还存在其他形式的风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险，如法律风险、适配性风险、模型和操作风险，我们将在后面的章节中逐步涉及)。所有这些风险都必须得到适当的处置。因此，银行利用他们的创造力和资本来转移、重组、规避或管理那些可能导致损失的风险。同时，银行通过在自营业务中使用这些风险控制技术，也可以获取利润或控制跌价风险损失，或两者兼而有之。

华尔街的大部分银行都有一大批的交易员(trader)，这些交易员负责代表客户或银行的自营账户买卖债券、股票、衍生证券和其他金融产品。那些主要代客户进行交易的机构称为经纪商(agents)，他们仅仅撮合买卖双方，赚取中间较小的利差，没有直接风险；那些以自身账户直接和客户进行交易的机构称为做市商(dealer)；那些仅仅为自己并利用自身资本进行交易的机构称为自营交易商[proprietary (prop) trader]。做市商和自营交易商希望通过投机(如单边风险头寸)或套利(如组合头寸来降低风险)来获利。实际上，华尔街是一个可能让人盈利丰厚，也可能让人损失惨重的地方，那些持有重仓的银行，每个季度、每年的损益(profit and loss, P&L)的波动幅度就可能非常之大，但无论风险的来源和性质如何，通过市值的调整[或按市值计算(mark-to-market, MTM)]，银行对每天运作的结果一目了然，没有什么损益可以隐藏。除了日常交易和借贷以外，许多银行也参与私人股权投资，作为投资者将银行的资本投资给打算创立或已创立的风险企业。这种典型的商人银行业务，首先由英格兰的银行开创并完善。这些投资同时具有债券和股权风险的基本特征，本质上是长期性质的，银行可能“买入并持有”(buy and hold)投资达数年之久，直到被投资企业首次公开发行股票或者出让给第三方，银行获得现金退出，整个投资过程才告结束。由于股权投资是一种长期持有的投资，不可能以市值逐日结算，因此，每天损益的变化情况无从知晓。

与前文一样，如果一切均按预期运转的话，所有的人都是赢家：客户获得了变现能力、很好的市场价格、严格的执行，最重要的是，获得了适当的风险规避措施。同时，银行也因为他们承担风险而获得适当的报酬(同样，这并不意味着所有的投资都会获利，而是指银行获得了与所承担风险相称的价格)。然而，风险是一只狡诈的野兽，情况不会总是向着人们所预计的方向发展，面对风险，客户和银行有时也会有心无力，我们将在第七章看到这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华尔街的核心成员

如前所述，华尔街是一个联系十分紧密的团体，为数不多的几家核心机构包揽了绝大部分的业务。我们将把探讨的重点放在华尔街的银行，因为他们在华尔街各项业务的运转中处于核心地位，推动着华尔街其他业务领域，如共同基金、股票交易所和期货交易所等业务的发展。但我们也会兼顾对华尔街中其他一些机构的探讨，因为无论成功与否，他们都是整个金融体系中不可缺失的一部分。

尽管银行界的组织结构、成员构成以及权力的划分总是在不停地变化，但华尔街为少数几家寡头机构所垄断和把持的格局基本如故，他们步调协调，主宰着华尔街的绝大部分业务。虽然那些有一定专长的机构能在华尔街找到他们适当的位置，并在竞争中分得一杯羹，但他们毕竟只是个例，并不能代表常态。一些地方性公司(如以前纽约的一些机构)，在他们经营的所在地可能举足轻重，但他们却不得不追随华尔街的大型机构，按他们所设定的道路前行，甚至海外的一些重要金融机构(主要是欧洲的一些金融巨鳄)之所以能成为具有影响力的巨头，也是因为他们并购了华尔街的金融机构(或吸收了大批华尔街的专业人才)。因此，是少数几个核心成员，控制了华尔街资本募集、公司和私人理财顾问、信托服务和风险管理/交易等方面的业务。

华尔街的核心成员乍看起来都很相似，因为他们几乎都在从事相同的业务。事实上，在每一个核心业务领域，他们彼此都是强劲的竞争对手，尽管在某些特定的领域，某些机构可能具有比较优势[比如 J. P. 摩根大通(J. P. Morgan Chase)在衍生证券和辛迪加贷款方面，高盛(Goldman Sachs)在投资银行和自营业务交易方面，摩根斯坦利(Morgan Stanley)在投资银行和消费信贷方面，花旗银行(Citibank)在证券承销、借贷和外汇交易方面，等等]。当然，情势总是在不断变迁。在 1933 年《格拉斯—史蒂格尔法案》(Glass-Steagall Act) 通过以后和 2000 年《格雷姆—里奇—比利雷法案》(Gramm-Leach-Bliley，GLB，该法案废除了《格拉斯—史蒂格尔法案》)通过以前的年代，华尔街的银行业务被分成了投资银行业务和商业银行业务，两者彼此独立经营，界限分明。分业经营是股市大崩盘(Great Crash)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以后提出的一项促使华尔街金融结构循规守矩的措施。当时，监管当局不希望银行轻率地把贷款发放给经营不善的公司，并通过向投资者发行证券而收回贷款，因为这无异于把承担坏账的风险从银行（及其投资者）转嫁给资本市场并不知情的投资者。由于在混业经营过程中，银行存在着太多的机会滥用资金（正如金融系统过去已经意识到的），监管当局立法要求银行必须分业经营！因此，在随后的 60 年中，商业银行不得从事证券承销，投资银行不能从事贷款业务，两者都不得从事保险业务。但随着政府管制的放松、竞争的加剧、全球一体化的进程，以及人们风险承担能力和融资需求的不断上升，现代金融体系在 20 世纪 80 年代和 90 年代出现了很多变化，对银行混业经营的管制出现了一些松动，商业银行被允许建立证券分支机构承销债券发行（只要证券业务所产生的收入占总收入的比例不大），投资银行可以获得经营商业银行业务的执照，并且两者都可以涉足保险业务。随着《格雷姆—里奇—比利雷法案》的通过，华尔街的银行更是急不可待地大规模地向其他业务领域扩展。如今《格拉斯—史蒂格尔法案》已经一去不复返了，每家银行都可以从事想要从事的所有业务，他们确实也是这么做的。因此，摩根大通如今已是一家大型债券和股票承销商，美林商业银行如今的资产已经超过了1 000亿美元，花旗集团现在同时经营商业银行、投资银行、资产管理和保险业务，雷曼兄弟则同时拥有一家银行和一家再保险公司等等，不一而足。这种混业经营的模式，本质上与在欧洲已经盛行了数十年的全能银行（Universal bank）以及“银行保险”蓝图（Bankassurance blueprint）完全一致。

华尔街的顶级银行包揽了全球金融如此多的业务并不奇怪：他们有资本、分销网络、专业技能，以及卓越的市场营销/交易能力；他们撮合大宗交易，成就客户，尽力去应对充满挑战和风险的市场。在本书中，我们将接触到几乎所有这些顶级机构，因为他们处在金融体系运转的核心。也正因为他们处在这一核心地位，这些机构几乎没有可能不犯错误——损害客户利益、在交易或借贷业务中犯下严重的错误，或者不能回报股东，事实上，在华尔街，又有谁能不犯错？华尔街知名的主要机构有（排名不分先后）：

- 花旗（Citibank）：结合了前所罗门部门（old Salomon unit），花旗本身在 20 世纪 90 年代兼并了实力强大的交易商所罗门和具有悠久历史的零售商史密斯·巴尼（Smith Barney）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- J. P. 摩根大通(J. P. Morgan Chase)：是银行业合并的先行者，由汉华实业银行(Manufacturers Hanover)、华友银行(Chemical Bank)、大通曼哈顿银行(Chase Manhattan)、J. P. 摩根(J. P. Morgan)，以及第一银行(Bank One)合并而成。

- 摩根斯坦利(Morgan Stanley)：是杰出的投资银行摩根斯坦利与零售经纪商添惠[Dean Witter，曾经原是零售巨头西尔斯(Sears)旗下的公司]的结晶。

- 美林(Merrill Lynch)：一家同时从事机构和零售业务的综合性金融机构，在主街(Main Street)中具有较好的形象。

- 雷曼兄弟(Lehman Brothers)：一家从"独立、兼并、再独立"中一路走来的银行——首先独立经营，后来被希尔逊(Shearson)兼并，然后又为美国运通(American Express)，以及哈顿(Hutton)公司共同拥有，最后又独立。

- 高盛(Goldman Sachs)：一家享有盛誉的投资银行，是20世纪90年代后期最后一家从私人合伙制公司转化为公众公司的大型主要银行。

- 贝尔斯登(Bear Stearns)：自营业务经纪商和房地产抵押贷款交易专家。

- 瑞士信贷第一波士顿(Credit Suisse First Boston，CSFB)：包括位于瑞士的瑞士信贷(Credit Swisse)的投资银行部门，原第一波士顿(First Boston)，以及从事零售业务和垃圾债券经纪业务的帝杰公司(Donaldson Lufkin and Jenrette，DLJ)。

- 德意志银行(Deutsche Bank)：本身不是一家美国金融机构，但通过收购位于马里兰州巴尔的摩(Baltimore)从事股票经纪及并购业务的亚历克斯·布朗公司(Alex Brown)和位于纽约从事衍生证券业务的信孚银行(Bankers Trust)以后，成为了美国金融界的一支重要力量。

- 瑞士联合银行(Union Bank of Switzerland，UBS)：同样，本身也不是一家美国金融机构，但是通过收购从事零售经纪业务的佩恩·韦博(Paine Webber)和从事投资业务的小型银行狄龙·里德(Dillon Read)后，成为了美国金融界的一支重要力量。

除了上述大型机构，华尔街的其他一些机构也会在本书中提及，包括少数二流的，但在特定的细分市场甚为显眼的一些证券公司，例如，拉扎德(Lazard)、A. G. 爱德华兹(A. G. Edwards)、帕袍·杰弗里(Piper Jaf-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

fray)，以及嘉信(Schwab)等；一些虽总部不在纽约，却有志在华尔街取得成功的机构，如美洲银行(Bank of America)和瓦乔维亚银行[Wachovia，接手了保诚银行(Prudential)绝大多数的经纪业务]；一些试图挑战金融业现状的电子交易营运商，如从事电子交易系统运营商的群岛公司(Archipelago)和极讯公司(Instinet)，以及从事在线交易业务的电子交易公司(E-trade)和美国交易公司(Ameritrade)；几家主要的交易所，包括纽约证券交易所、纳斯达克证券交易所、芝加哥和纽约的期货交易所；以及一些大型基金公司，如安联(Alliance)、史庄(Strong)、普特南(Putnam)和雅诺斯(Janus)等。同时，华尔街还有成千上万的小型银行和经纪机构，它们当中有些经常卷入各种是非漩涡，有些则已经不再存在，如德雷克斯·柏哈姆·兰伯特(Drexel Burnham Lambert)、基德·皮博公司(Kidder Peabody)、古拉塔公司(Gruntal)就已经倒闭了。当然，我们所关注的重点，主要还是华尔街的核心成员——那些华尔街的领导者们。

上述所有这些机构都是很重要的，因为它们有助于我们叙述事实、阐述观点。但值得留意的是，20 世纪晚期及 21 世纪初期华尔街的这些机构，只不过是华尔街过去已经早已存在的、类似机构的化身而已，毫无疑问，这些机构的化身将来还会出现。本书所探讨的内容只是华尔街过去几十年间(20 世纪八九十年代和新千年之初)的一个简要概括。在这段时间里，华尔街已经笼罩在与资本募集、公司与个人理财顾问、信托责任和风险管理等相关业务的各种错误和过失当中，欺骗、合谋、违背信托责任、肆意对待客户、错误定价和风险损失等各种问题似乎已经变得更加频繁、更加严重，也更加惊人。

然而，上述这些主要问题并非新问题。如果我们回顾一下 19 世纪后期和 20 世纪初期的华尔街，就可以知道摩根大通、国家城市银行、库恩·罗布(Kuhn Loeb)、塞利格曼(Seligman)、高盛，以及雷曼兄弟等都出现过类似的问题，譬如在创立钢铁和铁路信托基金中损害股东和债权人的利益、迫使投资者参与高杠杆的金字塔式融资计划(Leveraged Pyramid Scheme)、敦促投资者过度抵押买入股票、向不知情的投资者发行诱人的新证券以收回不良贷款、参与各种合谋的承销活动、无视审慎性审查和承销标准、容许各种欺骗性的销售行为、选送热门首次公开发行股票以贿赂政府官员、制造虚假交易和虚假交易指令，以及通过联营和内部人控制操纵市场等。所有的这些不良行为和陋习并非是现代银行所首创，正如并非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是他们创造了“毒药计划”(poison bills)、次级可转换债券(subordinated convertibles)、以实物支付的垃圾债券(payment-in-kind junk bonds)、联营操作(pool operators)、市场操纵(market cornering),以及连锁信托(interlocking trusts)一样。根源要追究得更深。

因此,我们在本书中所探讨的问题不是突然产生的,它们只不过是数十年前的各种行为的再现,老问题的新版本而已。不同的只是现在的问题变得更为严重,因为华尔街的角色更加重要,而它的错误和过失却越发频繁,破坏力也越来越大。但正如前文所述,在过去的数十年里,华尔街显示出了惊人的可塑造性,它改正错误、克服困难、扭转不利局面,继续发挥了积极有效的作用。然而,如果华尔街忽视上述这些问题,它还能否继续发挥有效作用? 20 世纪 20 年代是投机的年代,哈佛大学教授威廉・瑞普利(Willian Ripley)在评论该时期华尔街的情形时说:“首要的任务是面对事实……出了问题……大厦没有倒塌——不必恐慌! 需要担心的,关于墙中是否有鼠,竟然还有可疑之音。”[1] 同样,我们把威廉・瑞普利教授的观察拓展到处于新千年的金融业:我们知道墙中肯定有鼠,需要确定的问题是,老鼠的数量是否将会失去控制,并造成严重的损害,以至于大厦结构的完整性将遭受到现实的威胁。许多人关心的正是整个系统的完整性。那些数十年来沉浸在金融界的业内人士认为,华尔街现在的问题已经非常严重了。美国证券交易委员会(SEC)主席威廉・唐纳逊[Willian Donanldson,帝杰公司(DLJ)的创始人和纽约证券交易所(NYSE)前主席]认为,新千年的华尔街正处于一片“法律和道德的沼泽地”。问题的出现意味着对投资者的根本性背叛,也是一种病征,而这种病已经折磨了金融界太多的人。[2] 美国证券交易委员会前主席阿瑟・莱维特(Arthur Levitt)对威廉・唐纳逊的观点深表赞同,他认为“道德的丧失是洪水猛兽”[3]。拉扎德(Lazard)公司前合伙人费利克斯・罗哈廷(Felix Rohatyn)评述说:“我们正在缓慢、却明显地严重侵害我们最为伟大的资产:我们金融系统的可信性……过去几年的实践已经证明,如果金融资本主义和现代专业技术为了满足赤裸裸的贪欲而受到滥用,过度透支信用的一天就会到来。”[4] 许多金融界内外的其他人士也持有同样的观点,这并不足为奇,因为问题是严重的,必须引起相当的重视。

有了本章的基础,我们就可以开始探究华尔街的错误和过失了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注释

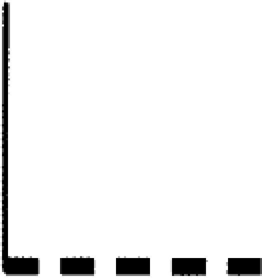
1. W. Ripley, *Main Street and Wall Street*, Kessinger Publishing, 2003(reprint of 1929).

2. Address before the Securities Industry Association, October 2003.

3. J. Revell, "Levitt Speaks Out," *Fortune*, November 24, 2003.

4. F. Rohatyn, "Free, Wealthy, and Fair," *Wall Street Journal*, op-ed, November 16, 2003.





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　当欲行之功未达

实践检验一切，但在我们开始探究华尔街的现实问题之前，首先让我们探究一些理论层面的问题，这对于我们稍后比较金融行业所应该发生的事情和实际发生的事情是很有帮助的，它能告诉我们在理想和现实之间，有多大差距需要去弥补。首先让我们从理论层面来讨论一下，如果事情未能如愿而行，会出现什么问题。具体而言，如果我们上一章所探讨的五项功能没有得到妥善的处置，会出现什么问题？如果华尔街错中生乱，又会出现什么问题？世界上没有免费的午餐，总得有人为此买单，那么又是谁买单呢？

平稳航行

在我们考虑上述问题之前，不妨首先设想一下，如果一切都如愿而行的话，结果会是怎样。在上一章中我们说，如果华尔街所做的都是它所应该做的，则所有的人都将是赢家，我们暂且把这样一种理想的状况称之为“平稳航行”。

客户是赢家，他们得到了他们所想要的东西。对企业客户而言，这可能是股票或债券价格定价适当，在二级市场的表现良好，并有令人满意的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易量；如果是一项并购业务，这可能意味着被并购的对象合乎时宜，支付的对价公允，并与企业的计划相吻合；如果是一项基于衍生金融工具的投资策略，则意味着企业能得到与风险相称的回报（但这并不是说肯定获利，华尔街一般不保证在投机交易中盈利，只是说该策略具有客户所期望的风险/回报状况）；如果是一项风险管理的建议，则可能是一个合理的风险规避策略，该策略具有易于理解的操作参数，并处于有利的执行仓位。对个人客户而言，这可能意味着一项配置均衡的投资组合，该组合能产生应有的收益；或者一个具有可靠投资研究支持的投资推荐计划或理财顾问；或者客户在办理 401(k)s 计划、退休计划和托管证券业务中享受了出色的服务。

银行是赢家，他们在为客户提供交易服务和咨询顾问的过程中获得了良好的收益。这就是说，银行为客户提供了满意的服务，意味着他们将能留住老客户并赢得新客户，从而赚取更多的利润；他们的内部管理井井有条，巧妙地承担风险，赚取合理的回报，无需去勉强获得额外收益；他们谨慎地进行有利可图的交易和借贷业务，不必为自己的业务担惊受怕或者被迫采取轻率的赌博行为；所有银行的员工，从高层管理人员到基层的操作人员和内控人员，也无不从中受益，因为他们得到了稳定的工作环境和良好的薪资报酬。

银行的股东是赢家，他们对华尔街银行的投资的价值在稳步上升。这就是说，如果银行有稳定可靠的业务，能获得不错的收入，并且很好地掌控了成本，能使客户满意而不犯错误，投资者必将因此对银行充满信心，愿意购买更多的股份，从而推动银行股票价格的上涨。

债权人是赢家，他们借贷给华尔街的任何款项都能按约定及时足额收回。事实上，如果银行经营得当，意味着他们可以依靠自身良好的信誉，以较低的利率吸纳资金。这对各方都有利，因为款项的本息能得到及时偿付，不会出现任何坏账。

监管部门是赢家，所有人都遵守应该遵守的规范。没有机构会发生流动性风险，导致市场的过度波动，或者威胁整个系统的稳定性；也不会有机构陷入财务危机之中或试图去利用客户。所有的人都遵循法规及法律的实质行事，仲裁案件只是个例，并不常见；监管部门也不必施行更加严厉的审查、法令、罚款或责难，这一系列令人头疼的所谓加强监管问题都可迎刃而解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济也由此受益，如果华尔街运行良好，其他经济部门都能从中受益。如果银行乐于借贷资金、承受风险、安排融资性交易、协同并购，或以适当的价格承销证券，就会促进企业的成长。反过来，企业的成长又将刺激市、州、地区和国家经济的扩展，投资者也就有机会把他们的储蓄和所得投入到一个具有成长性的资本市场，而这会为更多的人和企业创造出更多的财富。这意味着更多的储蓄、投资、再投资和消费，并最终促进经济的增长。

如果航行平坦而稳健，上述的情形就会出现。然而，我们知道，水面很少如此平静，风速也不会如此可预测，那种理想状况只是我们的主观臆想而已。因此，让我们探究一下，如果水面波涛汹涌，情况又该是什么样子？

波涛汹涌的水面

如果华尔街没有做他们所应该做的事情，则其五项核心职能中的一项或几项就将失效，而这意味着投资者和客户没有获得他们所期望的价值或服务。过失的类型各有不同，但我们暂且将他们大致分成“意外失足”和“故意犯错”两大类。虽然两种行为所造成的后果无异，都是令人不快，如损害客户利益、经济损失、玷污声誉等，但他们的起因却各不相同：前者是由于能力的不足，后者却是道德的缺失。理解这两种行为的区别所在，是十分重要的，因为我们需要对症下药，考虑如何从根源上杜绝这两种行为的发生。

意外失足

银行可能由于偶然的犯错或者知识的缺乏而出现意外，使得银行不能适当地履行其应负的责任。这正如船家的手刚离开船舵，无意之间船就搁浅了，虽然这不是蓄意、有意串通或预谋的举动，却是一个经常发生的问题。考虑到企业所面临的情况异常复杂，企业总是会犯一些错误，因意外而酿成的错误更是在所难免。然而，如果失误不断重复发生，就不能不引起更多的注意。不幸的是，华尔街似乎频繁地遭受这种重复失误的困扰。银行总是不能从他们曾经搁浅过的地方吸取教训，让他们的股东遭受原本完全可以避免的又一次损失。譬如，银行可能在某一次交易中定价不正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确，而承受一定损失，这并不是什么大不了的事，因为出现一次定价不正确是很正常的。但如果银行的定价十之六七，甚至每次都不正确，那么问题就变得严重了。同样的道理，在客户服务领域，银行可能错误地评估某一个客户的投资组合交易的价值一次或者两次，但如果同样的错误月复一月地发生在许多客户身上，那么可以断言，一定是某些环节出了问题。在上述两种情况下，问题可能是缺乏适当的内部控制和约束，也可能是管理层缺乏足够的重视。总之，问题的发生或许具有偶然性，但他们一次又一次重复发生的事实却值得深思。

有时候，可以很轻易地判别错误的发生是否属于意外。譬如，以某银行错误地确定了某垃圾债券的价格为例，该银行为某风险性较高的企业代理发行债券时，债券所确定的息票的利率过低，以致潜在的投资者不愿购买。如果银行已经承诺包销该债券，则银行将不得不自己承受这些债券(即第一章中所提及买断承销的情况)。此时，银行有两种选择，要么放下高傲的头颅，承认定价过高的错误，将债券折价出售给那些愿意低价接受的投资者，并大幅度调减债券的账面价值，使损失在当天的损益表中反映出来；要么坚持认为投资者是错误的，而自己的定价是正确的，并且坚信时间(或许市场)会帮助自己解脱困境，但寻找一个新的平仓价位需要一定时间，而且，直到债券销售完成，银行的资产负债表上都会显示出有一些滞销的存货(stuck inventory)，这部分存货必然会占用一些资金，需要支付利息；同时，银行的管理者也会要求逐步调减债券的账面价值，每个星期或每个月一次，这意味着损益表所显示出来的损失是渐次的。但无论是哪种情况，判断错误是否属于意外，其根据在于是立即在损益表中体现损失，还是掩盖损失、粉饰财务报表。

然而，有时候很难知道银行是否已经发生了错误，因为有些意外事件永远都不会公之于众(华尔街就深藏了许多不为人知的秘密)。例如，银行可能因为操作错误(例如，错误的交易确认指令和资金调拨、应收款不一致、暂记账户问题，以及企业行动错误等)而损失惨重，但你永远都不会看到这些错误(但这些的确是错误，因为它们导致损失，而且原本可避免)。这些错误之所以能被掩盖，是因为每次错误所导致的只是1 000美元、1 万美元或 10 万美元之类的小损失，而不是承销垃圾债券失败，在债券市场上损失高达 500 万美元或1 000万美元，能即刻成为众所周知的财经新闻。如果一次损失 10 万美元，100 次或者1 000次错误所造成的损失累加到一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起就是巨额的损失，这样的重复犯错无异于缓慢地走向死亡。

明知故犯

有时候，银行出现错误是由于明知不可为而为之。这已经超出了意外失足的范畴，是更加严重的明知故犯。譬如，违犯法律条文及其实质，缺乏对客户、投资者和监管者的基本尊重。这种明知故犯的错误未必会造成比意外犯错更大的损失，但导致这种错误的原因和动机却更加令人不安，因为这不仅是道德的沦落，更是对法律和法规的违背。这好比在航海中为了超越所有对手，船员故意选取一条背信弃义的航线，而不顾航道的危险、不合法和别人的安危。这种明知故犯的错误的表现形式多种多样。例如，为了赚取更多的佣金，故意提供给个人投资者不适当的投资建议；劝说一个对金融业务不甚了解的企业，购买风险极高而且完全不适宜的衍生证券；为了赢取更多的业务，提供明显错误的企业投资研究报告；为了掩盖损失，擅自利用客户的筹码进行交易；为了虚增利润，肆意确定可操控的内部交易的价格等。大多数情况下，最终似乎都是为了获得经济上的利益。一些利欲膨胀的华尔街人士（有时是整个业务部门，甚至整个公司）为了追逐更高的收入、红利和奖金，完全忘却了正当行为的基本原则，不顾一切地肆意掠夺。

要识别这种明知故犯的错误比较困难，因为那些涉及其中的人总是极力混淆是非，希望尽可能长时间的掩盖事实。尽管大多数人都会坦白承认已经出现了的错误和过失，但对于那些利用了客户或内部控制漏洞的人而言，他们就会尽其可能地掩藏他们的错误（同样，这不仅限于个人，集体犯错时也会如此）。因此，有些事情甚至会历经数年，直到损失或者其他问题已经变得非常严重，不可能再继续隐瞒才会被发现，而且事件的责任人可能早已中饱私囊并逃之夭夭了。譬如，某项涉及数年的高风险掉期业务，客户可能只有在几年以后才会发现已经出现了巨额损失，也只有到那时候，他才会质疑银行的销售手段、价值评估程序和风险披露机制，才会发现自己被利用了；而银行的高层管理人员，却只有在收到客户律师的律师函以后，才知道所发生的事情，在这之前，除了执行掉期业务的交易员，恐怕没有人知道客户的资金遭到了侵害（第四章在讨论涉及信孚银行、J. P. 摩根和美林的案例时，我们会看到这个例子）。又如某些狡猾的交易员，特别是那些懂得如何避开技术、内部控制和报告监控的交易员（狡猾的人大多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能做到)，可能赶在风险管理师、内部审计和控制人员的监控之前，神不知鬼不觉地挪用客户的交易筹码；如此一来，未经授权的交易可能日积月累，直到损失巨大，实在无法隐藏时，才会为人所知[美林、巴林银行(Barings)和完全第一银行(Allfirst)都遭受过这种错误，并且损失巨大，在第七章中我们将讨论这些案例]。诸如此类的违规犯法还有成百上千个，你甚至还会发现，其中一些的整个业务部门或整个机构都在故意违规犯法。

在以后的各章中，我们还会探究更多“意外失足”和“明知故犯”的案例，他们将清楚地向我们展示，华尔街的波涛到底能有多么的汹涌。

为什么会出错

华尔街为什么会意外出错或者故意犯错呢？它为什么要做出一些损害别人利益的事情呢？这有多种原因，有些和具体的公司相关，有些则和整个行业有关，还有的则要归咎于松弛的外部监督。在第二部分我们将更加详细地探究华尔街出现过失的具体原因，在本节中，我们只简要地探讨其中一些。

在微观层面上，糟糕的经营管理可能使一个公司遭受致命伤害，例如，董事会和高层管理人员对公司的业务毫不知情、漠不关心，甚至容忍不良习气；他们可能接受并执行不明智的战略，承受过多的风险，甚至为了追求利润不惜损害客户利益。利益冲突、不当的激励机制、伦理道德缺失、软弱的内部控制、技能和知识的缺乏等诸多问题都可能给公司招致损害。上述这些问题中的任何一个都足有可能酿成严重的后果，而如果这些问题交织到一起发生作用，则后果就不知道该有多严重了(值得注意的是，这些并不只是纯粹的理论探讨，而是来源于现实世界中活生生的例子，在接下来的章节中我们将会看到这些例子)。

当然，问题不会仅限于某一家机构，有时候甚至整个行业都会出现同样的问题——整个行业在同一汹涌的波涛中覆没，并引起更大的波涛。如果我们知道华尔街存在着很强的“羊群效应”(Herd Mentality)，就不会对此感到奇怪。如果一定数量的大型银行(他们有雄厚的资产、强烈的投机欲望和巨大的盈利压力)追逐同一类型的业务，若是他们同时受挫搁浅，则肯定会汇集成更大更强的波澜，危及整个金融系统。届时，整个金融界、企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业界、监管当局，甚至整个经济体系都将无不受其影响。

华尔街掌控着巨大的资源。大型银行投入到交易、证券承销、借贷和投机中的资本，如果集合到一起，数目是非常惊人的，这意味着如果所有的银行都在做同样的业务，只要有微小的差错出现，都可能使整个金融系统变得混乱。例如，如果银行都盲目地同时向同一行业发放贷款，就会产生巨大的杠杆效应，使该行业整体的资产负债率变得非常高，整体的信用程度下降，从而大大增加了行业普遍违约的可能性[20 世纪 70 年代和 80 年代早期石油美元循环期后(post-petrodallor recycling period)的新兴市场、80 年代末期的商业地产行业和垃圾债券业务，以及 90 年代末的技术—媒体—电信(Technology-media-telcom，TMT)行业等，就是明例]。如果问题超过一定的限度，则整个行业都有可能因此崩溃，导致生产中断、大量失业和经济萧条，使得投资者遭受巨大损失，也困扰着监管当局。并且，它还可能严重影响相关行业，致使他们一同搁浅，损害消费者、债权人、供应商的利益，整个行业也不得不寻求援助，以获新生。相似的"羊群效应"也会在其他业务领域发生。譬如，如果所有的银行在进行审慎性审查工作时都马马虎虎，使得大量不良的企业进入资本市场发行证券，频繁违约就会层出不穷；如果所有的银行都提供言过其实的研究报告给投资者，以诱惑他们进入金融市场，当企业实际的财务状况真相大白的时候，大批的投资者就会受到伤害；如果所有的银行都建议某一特定行业的企业客户去收购他们的竞争对手，就可能使得该行业的产能显著上升，最终导致新企业的价值反而大大降低；如果所有的银行都建议他们的机构投资者去购买新兴市场上诱人的国外期权，则一旦被投资国家经济境况变坏，所有的客户都将因损失而顿足捶胸。

如果华尔街某一个机构不能起到它应有的作用，就很让人担心，但如果整个系统都不能发挥应有的作用，就更是让人费神劳心。因为，此时的问题和所造成的损失不再仅仅限于单一的机构及其股东。系统性的混乱将伤害到那些无辜的企业，他们潜心经营自己的业务，对华尔街的所作所为可能毫不知情。同时，对于那些"大则不倒"(too-big-fail)的银行、对冲基金，甚至国家，在系统性混乱中，却不得不帮助他们摆脱困境，而这会导致道德风险(Moral Hazards)。如果华尔街因为放贷过度，或承受了过多的风险，或未能实施良好的内部控制、或为客户提供了不合理的咨询建议陷入困境，而由纳税人帮助他们解脱困境，则上述这些行为就会继续失控，得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不到遏制，华尔街所应该起到的作用也还是无法实现。

正如我们在后面的章节中将要看到的一样，由于外部经营的环境存在问题，华尔街的有些错误和过失必定会发生。具体来说，监管当局和审计机构，作为对华尔街监督和制衡的机构，他们应该确保公平竞争、报告准确和内部控制严密，但他们有时候也不能做好本职工作。如果他们不能确保外部的监管和制衡有效发挥作用，华尔街的机构就会有相当大的自由空间去选择自己的行为，有时候，就会导致令人不快的结果。如果监管当局不称职或是工作疏忽，或者审计机构不能洞察内部控制的缺陷，则华尔街出现错误和过失的案例还会增加。

谁来买单

如果华尔街误入歧途、出了问题，必定有人要为此付出代价，而且许多问题需要付出高昂的代价，但到底由谁付出代价，在很大程度上取决于问题的性质和损失的程度。为了便于探讨，让我们把可能付出代价的人分成两部分，即外部人和内部人。

外部人

一般而言，华尔街的银行都有一定数量的外在利益相关者，他们期望从银行的经营活动中获得某些利益。当然，这里的利益有不同的表现形式，可以是经济上的，如股价上升或成功达成交易；可以是法律或监管层面的，如遵守法规和监管政策；也可以是系统性的，如为社会财富、福利和稳定做出贡献。如果银行没有能够做好他们所应该做的事情，这些利益也就可能无法获得。华尔街并不是在虚幻世界中经营，不应该对周边利益相关的人熟视无睹，虽然有时他们确实如此。接下来，让我们探析一下，当华尔街出现错误时，这些外在的相关方是如何被迫为此买单的。

首先，我们探讨对银行投资者的影响，因为当事情出现偏差时，他们可能是最大的受害者。事实上，他们经常被迫承担更多的责任，一次又一次地掏出大笔钞票替银行解脱。投资者向公开募资设立的华尔街机构提供资本(现在所有的大型机构都公开发行股票，高盛也在 1999 年上市)以供他们进行经营活动，而这是高风险的投资。尽管银行本来就具有高财务杠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杆的基本特征，一般来说，总资产与权益资本的比为 20∶1，有时为 30∶1，有时甚至达到 50∶1（这不符合监管要求，也很危险），但银行仍然需要保持足够的权益资本，作为从事风险和承销业务的基本保障，并满足监管当局的要求。因此，如果投资者觉得银行的前景不错，他们就会为他们提供资金。作为交换，投资者将享有银行的一定股份，代表一定的法律（控制）权利和经济（剩余收益）权利。尽管法律权利，如投票权、诉讼权等非常重要，但我们暂时只讨论经济上的权利。

投资者持有银行的股份，就意味他有权享有被投资银行与股份比例相应的未来现金流量，并定期获得红利，未来现金流可以按一定折现率折算成现值。如果银行盈利，股价就会上升，红利也会增加，投资者所投的资本就会得到合理的回报。如果银行的现金流不稳定，具有较大的不确定性，投资者就会要求更大的回报，任何理性的投资者都不会仅仅只为获得无风险的资本回报率，而为高风险的企业提供资本，否则他们还不如投资国债。投资者都期望获得合适的回报。华尔街的银行都是高风险的公司，我们已经说过，他们的财务杠杆很高，并面临一系列的风险，如信用风险、市场风险、流动性风险和法律风险；并且他们与经济周期、商贸活动和金融市场的状况唇齿相连，上述这些因素综合到一起，使得银行的收入容易波动。华尔街的银行也常常因为不注重控制成本而备受指责。许多银行的成本基线都很高，譬如有些银行在业务红火的年份，薪酬福利的支出超过了他们同期收入的 50%，盈余的利润就减少了，投资者所能得到的更少了。当业务不景气时，大多数的银行都随之大幅度地削减成本，如裁减职员、紧缩旅行和招待费用、降低薪酬福利水平等。但一旦情况好转，所有削减费用的措施都不见了，一切又回复原态，继续挥霍银行资源。银行的投资者们都清楚地知道这一切，因此，他们降低对银行价值评估的系数，期望获得更高的回报以弥补银行未来盈利的不可预测性，而这就是对银行的惩罚。

清楚了上述情况以后，就不难领会，当华尔街出错时，股东是怎样为其买单的。买单形式很多，但无论怎样都是损害他们的根本利益。如果银行出现意外事故，就会导致银行的收入、营业利润和净利润减少。至于具体发生了什么事故不是很重要，因为无论银行是犯错把一大笔业务输给了竞争对手、首次公开发行时被错误定价、大宗交易出错、出现了严重的模型错误、管理费用超出了预算、关闭一些分支机构，还是大规模的裁员，都会使得银行的净利润比本来应该的要低，投资者所能获得的收益会因此减少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果银行是故意犯错并被发觉，就可能意味着上述所有的损失，外加由于犯错使业务流入竞争对手而造成的额外损失，以及由于应付诉讼、调解和支付监管当局罚金而增加的费用，这会使得银行的净利润更低，投资者遭受更大的损失。如果问题极其糟糕，银行就可能遭到制裁，被处以严重的惩罚，这意味着债权人会因此变得紧张，抓紧收回他们的流动资金贷款，信用评级机构也会降低对于公司的债务评级，这样银行财务困境会导致成本上升(例如，更高的借贷成本，更大的维持雇员费用，更差的供应商条件)，能够留存的利润甚至会更少。这不仅会使投资者失去未来盈利的资本化价值，而且如果有人因为不利消息而开始抛售银行股票，则他们还要遭受股价下跌对资本的侵蚀，而那些坚持继续持有的勇敢投资者将会得到负的资本收益。事实上，银行投资者常常是华尔街各种灾难首当其冲的承担者，收入损失、交易损失、信用损失、过度的成本、重组费用、罚金，以及调解费用，这些累加到一起就是一笔令人失望的巨大损失，而这还没有考虑任何由于外部宏观环境(如萧条的经济条件和低迷的业务量)所造成的损失。

毫无疑问，投资者不是惟一的受害者，我们必须考虑那些直接受到华尔街各种失误和错误侵害的客户。客户希望以合适的价格得到优质的服务，并受到公正的对待。然而，华尔街随时都有可能犯错，违背客户对他们最基本的(也是合理的)期望，譬如，在交易或并购业务中索取过高的费用；提出拙劣的咨询建议致使客户做出错误的决策；没有适当的履行受信托人的责任，包括审慎性的审查和保管责任(safe custody)；在交易中提前布局(front-running)或合谋等等，给客户造成各种损失。有时客户独自承受了这些损失，因为他们无力反击，或根本不值得反击；有时则决定提请仲裁或诉讼，以希望获得一些补偿，然而，这是一个费时费力的过程，需要承担更高的成本。虽然法律允许对违规犯法的银行提出集体诉讼，而且法庭也一般作出对原告有利的判决，但所能获得的补偿往往只是他们所损失的很小一部分(另外，因为银行没有履行应负的义务而给客户造成了损失，我们上文所提及的投资者，又不得不为此付出更多的钱财[1])。

如果问题非常严重，足以导致华尔街的银行违约，债权人也是受害者。令人庆幸的是，这样的事情并不经常发生。尽管从19世纪中期起，许多小型经纪公司先后破产，如凯旋父子公司(Ketchum and Sons)、凯恩考克斯公司(Kenyon Cox)、威特尼公司(R. Whitney)、皮卡德公司(Pickard)、格利高里公司(Gregory)，等等，但大型华尔街金融机构倒闭的为数不多，仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅是德雷克斯公司(Drexel)和汤姆逊麦金伦公司(Thomson Mckinnon)等少数几家，这说明债权人(包括一些华尔街的金融机构，他们本身也可能是债权人)尚不会遭受全部损失。当然，如果是华尔街的银行轻率地借贷资金给一些企业或国家[例如，一些新兴国家、安然(Enron)、世通(WorldCom)和一些对冲基金公司]而出现了违约，事情就得另当别论了。此时，华尔街的银行作为债权人，因为自身的不当行为而遭受了损失。然而，对银行的投资者而言，他们仍然是损失的承担者，因为损失会造成银行利润下降。

华尔街的错误也会损伤到监管当局的利益，损伤的程度取决于问题的深度和广度。如果问题仅仅限于一家银行，比如只是某一家银行被控肆意伤害客户、违反内部交易准则、提供虚假财务信息或者没有尽到审慎性审查责任等，监管当局根本不会受到太多的伤害。但如果问题在整个华尔街普遍存在，例如，许多银行都发布错误的投资研究报告，都在缺乏流动性的市场承担过高的风险或给不稳定的地区提供贷款，或者都在没有任何警告的情况下向客户销售复杂而风险极高的衍生证券，则问题所引发的后果就会严重得多。这时，监管者的声誉将受到严重的损害，他们会被指控没有做好本职工作、未能及时发现问题、放纵银行以致产生了严重的损害后果，甚至被指控缺乏胜任工作的专业知识。这时，监管当局不得不扮演相当尴尬的角色，与金融系统这些普遍存在的问题作斗争。如果华尔街的问题极端严重，动摇了投资者的信心，使客户纷纷退出市场，并威胁到整个市场的流动性，监管当局将被迫协同各方或帮助他们摆脱困境，以平息市场的恐惧情绪，1984 年由伊利诺伊大陆国家银行(Continental Illinois)和 1998 年由美国长期资本管理公司 (Long Term Capital Management，LTCM)所引发的危机就是如此。这是一项压力很大的工作，必须非常小心，而且通常需要付出高昂的经济代价(有时还要动用纳税人的资金，这意味着又多了一群受害者)。

内部人

当错误出现时，受到损伤的不会只是局限于外在的利益相关者，华尔街还有许多内在的利益相关者，如银行的员工和管理者，他们也会遭受损害。但说来有些讽刺意味，即使利益如此攸关，这些内在的利益相关者也并没有更加勤勉地工作，以确保事情不会出错或错误的行为能得到及时的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制止。每一次银行意外失足、遭受经济上的损失或者声誉的损害，其内部的员工都难免受损。同样，他们承受什么样的损失、损失的大小也取决于问题的严重程度，但无论如何，他们的薪酬福利都会受到影响。如果银行不断地遭受巨额的信贷或交易损失，或接二连三地面临诉讼和罚款时，银行的利润就因此被挤榨，意味着可供分配的奖金会缩减(至少对于中低层员工来说是如此)。如果事态更加严重，比如所发生的问题非常普遍，所犯的错误非常恶劣，而且市场即将陷入低迷时期，则银行会开始裁员。普通员工和管理人员都会面临失业的危险，因为银行一旦裁员，一定是大规模的裁员，比如员工总数的10%或20%，甚至更高，而不会只是1%或5%。这意味着许多人同时失去了工作，不得不极力寻找新的工作，进一步加重个人的经济损失。

令人奇怪的是，那些首席执行官们、首席营运官们、总裁们和高级业务经理们却往往能逃脱责任。尽管这些高管们才是银行各项经营活动的真正推动者，不论结果好坏，都理应由他们承担责任，但当大棒挥来的时候，他们常常(还得承认，并非“总是”)能够平安逃脱。对他们的惩罚常常是，把奖金从原来的150万或200万美元缩减到只有50万或70万美元(确实缩减了开支)。更加令人奇怪的是，董事们也常常能够毫发无损，尽管他们是股东利益的代表，本应监督和指导银行的经营活动，但当问题出现时，他们总是托称自己不知实情或者缺乏相关的信息(采取“非礼勿说、非礼勿视”的治理态度)，以安然脱身；他们总是乐于领取董事薪金，却不愿承担相应的责任。

最后，如果银行不能实现他们意欲实现的作用，他们的声誉也会受到损害。如果我们把声誉看成是银行各个方面(如银行的经营活动、智力资源、经验、创新能力和关系网络等)的综合体现，则毫无疑问，声誉也和银行职员一样属于内在的利益相关者，最终也得为银行的错误买单。我们曾经提到过，华尔街的机构除了所拥有的无形资产，如智慧、经验、信用、正直和商誉等，几乎没有其他可以倚靠的资产，而意外失足和故意犯错都可能削弱这些无形资产。尽管商誉有些难以捉摸，并且难以用金钱来衡量(虽然可以市面价值作为近似的替代)，但如果银行因为提供了错误的咨询建议、欺诈、擅自交易而使客户蒙受了巨大损失，或者销售部门谎报交易的风险引发客户诉讼，则银行的商誉肯定会受到损害。上述所有这一切不但会对银行本身，而且也会使银行的声誉蒙受阴影。建立良好的商誉是一个漫长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而艰辛的过程，需要银行内部每个人勤奋而诚实地工作；而要破坏它则可以不费吹灰之力地在转瞬之间完成。有时，商誉的损伤甚至可能足以使银行失去未来的业务或陷入非常艰难的境地（德雷克斯、信孚、保诚、基德和所罗门等就是明证）。当银行以其声誉为所犯的错误（或不当行为）买单时，银行所有内在利益相关人，以及许多外在利益相关人都会遭受损失。

更为重要的是，华尔街要履行其重要的职能。无论从理论层面还是从实际层面上说，华尔街都应该有责任把我们上一章所探讨的五项职能做好，并把它们做得相当好。然而，由于糟糕的管理、不良的道德操守、拙劣的战略和无效的内部控制，华尔街并没有履行好其职能。而若果真如此，许许多多的相关者，包括投资者、客户、职员和监管者都会遭受损失。但有时候，那些本应该为错误的决策、拙劣的战略、柔弱的执行和不当的行为负有更大责任而得到惩处的人，却逃脱了。

了解了这些相关背景知识，我们就可以开始探究华尔街错误和过失的实例了。

注释

1. 前美国证券交易委员会和斯坦福大学法学教授约瑟夫·格朗德费斯特(Joseph Grundfest)的论断十分精辟："一语道破诉讼裁决中不存在没有源头的赔偿，我们只不过把金钱从一个投资者的左边口袋移到了另一个投资者右边口袋罢了。"引自 N. Varchaver, "Winona, Martha and the Securities Fairy," *Fortune*, August 11, 2003。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　募集资本时出现的问题

让我们通过考察筹集资本的过程，开始探究华尔街的各种错误和过失。前两章我们已经提到，华尔街最为重要的一项职能，就是为企业（包括国际组织和主权国家）募集资本，使他们能够为日常经营、从事投资、实施扩张计划提供资金，并为他们的生产研发和并购竞争对手提供资本。当然，资本也是投资者们所需要的原始材料，因为投资者希望他们的资金能通过资本有效运转，如果没有诸如股票和债券这样的资本工具，投资者恐怕就会缺少获取收益的途径。道理很简单，如果华尔街不协助筹集资本，资本的流动就会被阻隔，全球经济增长也将停滞。

银行在募集资本过程中所扮演的角色就是在各方之间充当中介。银行会和企业商谈，了解他们需要多少资本；会和投资者交流，了解他们期望获得什么样的投资回报率，以及愿意承担何种程度的风险；也会和其他银行商议，了解他们是否愿意共同参与这项业务[当然不会与人分享令人垂涎的“主理银行”(lead manager)或“牵头经办人”(lead arranger)或“主承销商”(lead placement agent)角色，这是建立良好公共关系的黄金机会]，如果所有各方都达成一致，牵头银行就发布公告，为企业发行证券，并为证券发行提供二级市场交易和投资研究支持。正如我们前文所提及的，银行有时也不得不亲自为某项交易垫付资金，比如安排贷款、以自己的现金购买债券或股票，然后再在二级市场上尽可能地出售。显然，这是一种风险相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对很高的业务操作方式，因为在承销公告发布以后，如果投资者和辛迪加银团不愿意接手，银行就不得不花费几天、几个星期甚至几个月来转销这些证券，而这常常会导致亏损。这种以亏本告终、让人后怕的“买断包销”事件屡见不鲜，多如牛毛，只是背后血淋淋的细节大部分都不会再见天日。在一个充满竞争的世界里，许多银行为赢得业务而不惜血本，华尔街的每家银行都曾在商战中受到过创伤，这很不幸，却永远是不争的现实。确实，倚靠文明优雅、低风险的尽力承销/需求建档之类业务的时代已经一去不复返了（华尔街的投资者们，请注意了）；企业都知道，通过促进银行之间的竞争，他们就能够获得信贷资金，他们也知道，银行很迫切地希望赢得业务，通常会愿意等待并合作的。

不幸的是，华尔街在募集资本的角色中充满了隐藏的陷阱。为了探析所有这些陷阱，本章我们探讨三种可能出错的问题，即募集资本过剩、募集资本不足，以及所募集的资本定价错误。

过多的资金

一般而言，无论是募集债权资本或是权益资本，对于企业来说都是件好事。但如果募集了过多的资本，则不仅不是件好事，而且也是很危险的事。例如，银行为某企业筹措了过多的债权资本，就会使该企业承担过多的利息支出，财务的灵活和信用等级就会下降，导致企业濒临财务困境。尽管银行应该完全清楚地懂得借贷过多的害处，但银行却常常无视审慎性行为（甚至自身的内部信用政策），为所欲为地借贷。为什么？为了赚取更多的手续费，为了抬高自己在同行中的地位，为了在争取客户未来的并购或股票承销业务中处于有利位置，或者兼而有之。而且，为了不落后于同行，两家银行甚至会同时为同一企业筹集资金。这是我们在上一章所提到的华尔街“羊群效应”的表现形式之一，当某银行发现一个有利可图的募集债权资本的领域时，其他银行就会迅速跟进。随着更多的银行向同一领域狂热的借款人撒钱，昔日盈利可观的借贷利差和手续费就会应声下降。不论情况如何，只要有人肯接受资金，银行家们似乎都能说服经理们、信用委员会和投资者继续提供资金，直到风险回报比极度不正常。在过去的数十年里，我们有多少次见到银行像旅鼠（一种体形短小但很健壮的啮齿目动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

物，在它们季节性群体迁徙过程中，有时会溺水而亡——译者注）一样行动，因为争先恐后地运作过多的借贷业务而同时集体摔下悬崖？数不胜数！事实上，向新兴市场、商业不动产、储贷机构、融资收购（LBOs）、技术、媒体、电信、能源、航空行业投入过多的借贷资本，无不是使银行同时把自己推向悬崖的道路。疯狂的借贷过程非要到不可节制才会停止，那时，借款人根本无法偿付利息，甚至本金，他们违约，投资者的债券投资就会遭受损失，而银行的贷款业务也蒙受损失。

募集权益资本时也面临同样的问题。如果银行极力在企业尚未做好充分准备前，促使企业在公开市场首次公开发行股票（譬如，使状况不佳的公司获得太多的权益资本），其最终的结果可能是，购买该股票的投资者得到的是烂苹果——当投资者都知道该企业并非如银行所吹嘘的那般美好时，股价就会暴跌。又如，如果银行帮助已公开上市的企业，仅仅是为了增加实收资本的账户余额而非真正的需要资本，增发股票，则企业及其投资者都会遭受损失，因为权益资本的成本很高，而且股权遭到了稀释。如果银行极力促使整个行业同时进入公开市场融资（正如经常发生的那样），则结果可能变得极其危险，因为如果缺乏自制和自控，太多的有问题的交易和相互竞争的对手就会出现，所有这些都将成为激发投机炸药的导火线。然而，华尔街的银行又为什么要为根本没有必要公开发行股票的企业进行首次公开发行，或为已经上市的企业增发新股，甚至同时为整个行业提供股票发行服务呢？道理如出一辙，为了手续费、同行中的地位、争取未来的业务（特别是手续费，募集权益资本为7%，而募集债权资本不到1%）。

由于为那些可能无法承受过高利息负担的企业提供大量的贷款，为那些尚不能上市的企业进行首次公开发行股票，或者为那些根本没有增资必要的企业增发新股，华尔街已经多次使自己陷入困境。为企业募集过多的资本意味着：过高的财务杠杆、过重的利息负担、财务状况恶化、更高的总资金成本、微薄的投资回报率，以及股权稀释——没有一样特别令人满意。

过多的债权资本

数十年以来，华尔街一直忙于为迫切需要资金的企业发行债券或提供贷款，有时候做得明显过度了。它使得企业、行业，甚至整个经济体系的财务杠杆过高，这样高的财务杠杆，只有在最优的市场环境条件下，如利率较低、通货膨胀稳定、投资强劲和消费旺盛时，才能得以维持。一旦经济形势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下滑，经营环境不利时，过高的财务杠杆就会成为企业的一种巨大负担。不言而喻，华尔街的职责就是要起到资本传导体的作用，将 A 处过剩的资金传送到资金不足的 B 处。然而，华尔街真正的职责在于成为一个具有甄别功能的资本传导体，能够确定 B 处能否承担偿还本息的责任和义务。无疑，这种甄别功能的缺失无论是过去还是现在，都曾出现过：20 世纪 20 年代，前国民城市银行(National City，花旗银行的前身)总裁查尔斯·米切尔(Charles Michell)领导他的部下，为很多根本无法承受债务负担的拉丁美洲国家承销了大量的政府债券，并把它们销售给了并不知晓实情的投资者，这些债券最终大部分都无法兑现，投资者损失惨重，而银行并无大碍，换一个新的业务领域继续而已。显然，国民城市银行不是惟一犯过这种错误的银行，还有其他多家银行，它们的行为相似，导致的结果也无异。过多的债权资本，全拜华尔街所赐！

20 世纪 70 年代，源于中东地区的石油财富促成了石油美元循环。期间，石油生产国将资金存入国际银行或华尔街的银行机构，而银行又将资金按 LIBOR(伦敦银行间拆借利率，它是一种浮动利率)基准利率借贷出去，借款方包括拉丁美洲、非洲及亚洲的一些新兴市场国家。70 年代后期，随着经济波动的加剧和通货膨胀率的上升，全球利率也开始上升，因为 LIBOR 基准利率是浮动的，对新兴市场的债务国而言，所借入的石油美元贷款就变得越发昂贵了。70 年代末期，这些贷款的安全性已经显得异常不可靠，到 80 年代初，形势急转直下，1982 年 8 月，当时国内经济面临结构性问题的墨西哥对外宣布，无力偿还其债务。其他大部分债务国紧跟其后，巴西、阿根廷、菲律宾、摩洛哥、尼日利亚等其他大额石油美元贷款承受国，都先后宣布无法偿还债务。所有这些贷款都不得不重组，花旗银行、摩根大通、华友银行(Chemical)、美洲银行和其他一些银行都因此被迫动用大量的储备资金来处理这些过度的贷款，债务方和债权银行(不，是银行的投资者)都遭受到损失。过多的债权资本，全拜华尔街所赐！

紧接着，同样的事情又一次发生。从 1980 年至 1987 年证券市场大崩盘前夕，华尔街所协调安排的非金融类企业的债务高达 1.8 万亿美元，创下空前的纪录。由于债务的绝对金额巨大，而且处于高利率时期，意味着一般企业收入的一半，才仅仅只够偿付本息。当时华尔街尽其可能高效而又有创造性地为企业筹集这些债务资本：他们确定一大批需要借款的企业，利用多种手段为他们提供获得债权资本的渠道。贷款企业的类型和规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模各异：大型与小型的兼有，成熟与幼稚的同在，目标明确与贪婪成性的并存。或许，最值得注意的是，华尔街的甄别能力似乎还远不如以前，债务人的信用品质大幅度下降。事实上，恶意收购、杠杆收购、反向收购、毒丸计划和其他过度贪婪的行为，都导致这种高财务杠杆的出现。这一时期，垃圾债券被广泛地应用和发行，德雷克斯、美林、摩根斯坦利和帝杰等银行几乎为所有类型的发行商承销债券，使债券工具得到了前所未有的推广。大量的次级债券工具在这一过程中被引入，譬如：次级债券(junior subordinated bonds)、实物支付债券（payment-in-kind，PIK，一种以发放更多的债券而非现金支付利息的证券），以及重设实物付款债券（reset PIKs，一种为保持证券以与票面价值相等的价格交易而不断增加息票的证券，发行这种债券意味着随着债务人财务状况的恶化，其债务负担将越来越重，无异于陷入一个可致企业灭亡的漩涡，故又称死亡漩涡）等工具。随着债券发行人的最终破产，越来越多次级债券的投资者遭受到更大的损失，到1987 年 10 月，当时经济环境较为糟糕，债券开始大规模地违约，最终导致证券市场大崩盘，1990～1991 年债券的违约率创下历史新高。最终的结局是：企业、债券投资者、银行(不，是银行的投资人)都遭受了损失。过多的债权资本，全拜华尔街所赐！

同样的事情还再次发生。1990～2002 年期间，非金融企业的应付债权资本再次上升，从 2.4 万亿美元增加到 4.9 万亿美元。当然，正如前文所说，有些债权资本的存在是适当而且合理的，全球经济需要资本才能继续向前发展。但也如华尔街一贯作风一样，这些资本中夹杂着几许泡沫，过高的财务杠杆又一次显得危险，甚至不可控制。当全国经济和市场在2001 年遭遇滑铁卢(以及几家大型企业的丑闻导致数起创纪录的破产)时，全球债务违约额又创下新高，2001 年为1 190亿美元，2002 年高达1 780亿美元，上升速度之快，为 90 年代初债务风波以来所罕见。虽然许多债券持有人因此遭受了损失，但银行(不，是银行投资人)也不得不因此吞下恶果。据估计，仅仅在 2002 年，债权违约使银行损失了大约 370 亿美元。[1] 过多的债权资本，全拜华尔街所赐！

* * * * * *

陷入电信企业债务的泥潭之中

在不同的经济周期和产业发展阶段，华尔街这个债权资本融通机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

器会围绕不同的产业运转。20世纪70年代是新兴国家、联合企业集团，以及交通运输企业；80年代是商业地产公司、能源企业，以及信用等级较低的企业；90年代初期，是航空和工业企业；90年代中期至新千年之始，则是电信企业。电信企业是重要而强大的借款人，只要他们准备或者有意募集债权资本，他们就有能力如愿以偿。电信企业融入债权资本至少出于如下三个目的：并购竞争对手、向光纤网络和纤维光学领域扩张，以及购买无线通信频段或执照。上述三个动机似乎都很适当、合理而正当。但凡事都有一个度，因为一旦过了度，募集债权资本无论对借款人借入或是债权人借出资金都将没有任何意义。如果行业中有过多的资本在寻求并购机会、铺设光纤，或竞购无线通信频段，形势就可能变得很糟糕；如果并购不能获得令人满意的结果、铺设光纤不能发挥作用或者经营移动电话的经济环境发生变迁，这些债务就会变成沉重的负担。然而，这一切无不在新千年的电信行业中发生过。

银行对电信行业的借贷异常积极而大胆，尤其是在1998～2000年这段黄金时期。所有的大型银行都参与过电信企业的债券承销、直接借贷，或两者兼而有之，如花旗银行、摩根大通、德意志银行、巴克莱银行、摩根斯坦利、瑞士信贷第一波士顿、瑞士联合银行、高盛和美林等。银行不论电信企业是好是坏，不论是刚刚成立的还是尚未获得批准的，都愿意向他们大量借贷资金。1998年，电信企业未偿清的债权资本为380亿美元，到2000年12月，该数字已经上升至惊人的2 500亿美元。如今事实已经证明，其时的债权资本已经远远过度了，因为一旦情势开始变糟，可能发生的“灾难性情形”猛然之间会成为现实，电信部门的违约率就会急剧攀升。事实上，到2000年末，形势已经开始显得较为危险，金融稳定论坛(Financial Stability Forum，由一些国际监管机构成员和11个国家财政部长组成的组织)、英国金融服务管理局(United Kingdom's Financial Service Authority，FSA)和其他一些机构都提醒银行，因为美国和欧洲电信行业的资产负债率已经达到一个难以承受的水平，应该缩减对它们的债权融资(英国金融服务局曾表示，有34家银行的借贷资本过于集中在电信行业，某些银行对电信行业的贷款甚至高达其资产的5%或权益资本的40%，银行应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小心)。

当然,有些借贷从经济角度来看是正当而合理的。电信行业如果要向前发展,很重要的方面就是必须进行产业扩张、增加资本投入、加强研究和开发,这是电信行业创造新技术和提供新服务的源泉。但如果银行近乎狂热地愿意为明显高估的资产或者收益极不确定的项目提供借贷,并使得受贷企业处于岌岌可危的境地,就超出了一定的限度,后果将变得不可控制。当然,电信企业的首席财务官们和首席执行官们也要承担部分责任,因为他们对情势的评估不切实际,而且显然不愿意拒绝那些殷勤的银行家们。这些银行家们为了追逐更多的业务,已经顾不上所谓的规则和自律。自然,毫不节制地轻率借贷最终将导致严重的后果。在 2001 年到 2002 年期间,大量电信企业违约,违约金额巨大,因为在当时的经营环境下,电信企业根本无法支撑如此高的财务杠杆。2001 年电信企业的违约案例占据全部违约案例的 26%,违约金额为 290 亿美元,而 2002 年的违约比例竟然大幅度攀升到 56%,违约金额也高达 910 亿美元。包括世通、奎斯特(Qwest)、远西(Telewest)、全国电讯公司(NTL)、马可尼(Marconi)、欧洲联合电讯公司(United Pan European Communications)等在内的许多重要的企业因借贷过度而破产(当然,在某些案例中还有一些其他因素导致了他们的破产,如世通的利润舞弊等,但尽管如此,首要的原因仍然是企业在不利的经营条件下无法支撑畸高的资产负债率)。

银行在评估企业的偿债能力,以确定是否借出资金或承销债券时,本应十分保守;他们应该知道各种情况下,甚至发生灾难时,企业能够偿还债务的可能性;他们应该避免向某行业借贷出过多的款项;他们应该确保借贷资金有两个,甚至三个还款来源,以保证自身不会因为企业信用的丧失而遭受损失,并使自己的投资者免受伤害。然而,为数不少的银行似乎忘记了做这一切,发生在电信行业的2 500亿美元债务损失就证明了这一点。凡事过犹不及!

* * * * * *

在过去的数年里,多亏华尔街热衷于借贷,并有意放任自流,负债严重过度的国家或企业屡见不鲜,如墨西哥、阿根廷、巴西、印度尼西亚、韩国、铱星公司(Iridium)、环球电讯公司(Global Crossing)、世通公司、安然公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司、维芳迪公司（Vivendi）、瑞士航空公司（Swissair）、马可尼公司（Marconi）、路轨公司（Railtrack）、科奇公司（Kirch）、大宇公司（Daewoo）、施乐公司、时代华纳公司……一长串的名单令人数不胜数，不必一一举例，读者自然懂得问题的严重性。当然，借贷方也必须为他们自己的行为承担一定责任。因为华尔街的银行家们总不至于以武力迫使那些首席财务官或者财务主管们签约接受循环信用贷款或者发行利率浮动的融资票据；无论采用多高的财务杠杆，借贷方都应该使自身的负债水平与战略目标（收购、内部扩张、市场份额、基础设施建设、地域分布）相匹配，与预算相一致，并符合资金成本要求，否则，他们必定会犯错。然而，我们应该承认这样一个事实，即投资银行家、信贷事务官员和资本市场的专业人士无不是精于交际的能言善语之辈，销售各种产品和服务（包括贷款、债券和重设实物付款债券），甚至推销他们自己的言行，就是他们的职责之所在。

正如前文所述，华尔街应该在筹措债权资本中起到传导体的作用，那是他们的核心职能之一。但他应该只为适当的借贷者以恰当条件筹措资金，而不是为所有有意愿寻求贷款或进入资本市场的借贷者筹措资金。只要对债权融资交易的各个方面进行彻底的分析、充分的了解和评估，融入债权的企业就仍能保持良好的经营状况和较低的信用风险，银行也就能获得足够的回报。因此，华尔街本不应该极力设法为负债率已经极高、而在TMT行业处于鼎盛时期铺设更多利用率低下的光缆的电信企业，或者为流动性缺乏、贪污腐败盛行的印度尼西亚企业集团，或者为财务状况糟糕、大半资产已经被转移的俄罗斯能源企业募集资金。而且，如果有企业主动要求借贷资金，华尔街本也应该进行极端详尽的调查和审慎性审查，以确定该企业是否确实值得借贷。所有这些，华尔街都应该懂得，但为了获得更多的手续费、更好的业内地位和更丰厚的奖金，轻率而任意的借贷交易比比皆是。值得注意的是，无论是银行所筹集的贷款，还是他们所承销的债券，最终都会在他们的资产负债表上体现出来或者由投资者接手。因此，受贷方情况变糟，银行和债券投资者都会遭受损失。尽管每次有借贷企业申请破产或宣布延期支付债务，华尔街都应该从中吸取教训，但他们却总是习惯性地忽视。过多的债权资本、太多的自作聪明的融资结构和太少的实质性的甄别行为，无不可能给银行、银行股东和普通投资者带来巨额的信贷损失。花旗银行的前任首席执行官沃尔特·瑞斯顿（Walter Wriston）曾指出："判断来源于经验，而经验来源于错误的判断。"而放贷银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行机构似乎更加迷信其后半句。

* * * * * *

世通公司的债务负担

电信行业巨头世通公司(WorldCom)在2002年7月申请破产保护后，成为了美国历史上最大的破产案件。在申请破产时，该公司的债务高达惊人的370亿美元，与马来西亚或智利等国家的外债相当。在4年之内，世通的股价从72美元跌落到了1美元，是管理不当、会计操纵，以及对公司CEO提供巨额贷款等不正常因素的共同作用，导致了世通的陨落。但华尔街为该公司安排的极为庞大的债务资本豪宴，无疑起到了推波助澜的作用，过高的资产负债率极大地降低了世通财务的灵活性。在5年内，包括摩根斯坦利、花旗银行和美洲银行在内的辛迪加银团为世通募集了290亿美元债券资金，并提供了80亿美元贷款，使其债务总额高达370亿美元。大部分的资金都用于对微波通信公司(MCI)、网际网络公司(UUnet)、星电公司(Skytel)和电脑服务公司(Compuserve)等的并购，若不是并购定价过高，这些资金的使用合法合规；也有一部分资金被用于"一般公司事务"，如包罗万象的福利或贿赂基金。但不管怎么样，主要是需要应对的债务太多，世通公司根本无法及时彻底地消化，并支付巨额利息。

或许，放贷银行机构应该更加明白这一点。因为，每次世通公司财务部门提出借贷申请时，银行都应该进行详尽的调查，确定该公司到底还能承受多少债务，而不至于严重威胁世通的财务前景，以及债券投资者和辛迪加银团其他成员的正当经济利益。或许，他们也确实这么做了，因为银行已经想方设法地将相当大的一部分世通公司的信贷风险转嫁给了共同基金、养老基金、保险公司和个人投资者，并借助信用衍生工具市场规避了剩余的信贷风险，这非常狡猾。譬如，当花旗银行在2001年春为世通公司包销110亿美元债券时，该行把大部分债券发售给了加州公务员养老基金(CalPERS)、大都会人寿(Met Life)、德意志资产管理(Deutsche Asset Management)、惠灵顿基金(Wellington)、先锋基金(Vanguard)、安联基金(Alliance)、巴克莱基金(Barclays)和保诚保险(Prudentia)等机构投资者。试想一下世通公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所发行的债券的一半流向了何处？通过偿还短期贷款和商业票据的方式回到了辛迪加银团的手中，以换取银行在债券发行过程中提供备用信用额度。因此，债券投资者最终承担了比银行更高的信贷风险。银行确实狡猾，这不禁让人回想起华尔街在20世纪早期的某些行为(譬如，银行向投资者发行证券以收回有问题的贷款；发行证券以收回贷款本身没错，但如果银行明明知道该公司处于困境之中，还这么做就有问题了)，这些行为引发了《格拉斯—史蒂格尔法案》(GLASS-STEAGALL)的最终出台。但债券投资者并不会接受银行家们的这些行为，他们会以银行没有在债券承销业务中尽到审慎性审查义务而提起诉讼。在本书后面的章节中我们将探讨这一点，这是华尔街另一种形式的过失。

当世通公司获得破产重组保护，并以微波通信公司(MCI)的名义出现时，它的资产负债率已经较低，只有40亿美元的净债务，同时，管理层还承诺把负债控制在可控范围以内。希望该公司能从高负债率所引发的灾难中吸取教训，面对银行的“好意”，能理性地和他们保持距离。

* * * * * *

过多的权益资本

当然，不只是债权资本中隐藏着危险，筹集过多的权益资本也会出问题。一般而言，过多的权益资本总比过多的债权资本要好。无论如何，没有人愿意债台高筑。但只有出于正当的理由为适当的企业发行股票时，这样一个论断才是如此。例如，在20世纪20年代，华尔街为许多企业，甚至一些经营状况极不理想的企业发行了大量的股票；在股市大崩盘前12个月的时间里，华尔街承销了创纪录的50亿美元的新股票，其中许多是那些不知名的企业所发行的。当然，有一部分股票是由一些二流的证券经纪商所承销的，但甚至是举足轻重的摩根斯坦利(当时《格拉斯—斯蒂格尔法案》还没有颁布实行，它仍然可以从事借贷和证券承销业务)、库恩·罗布(Kuhn Loeb)、高盛，以及其他一些知名的银行，也无不鏖战于股票承销市场，把一些业绩不佳或根本没有业绩、几乎没有机会公开发行股票的企业推上股票市场。事实上，许多企业只要他们微薄的利润能弥补利息费用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(根本不考虑股利)，就能获得公开上市机会。因此，这些企业所发行的股票都极不可靠，大部分在股市大崩盘中一蹶不振。

在20世纪50和60年代，出现过多次过度发行股票的狂潮，大多数是为当时热门行业的企业所发行，如计算机企业、电子制造企业、大型联合企业集团、特许经营商和快餐连锁企业等。在1968年，华尔街发行了高达40亿美元的新股票，大部分是不知名的企业或高风险的概念股[例如：四季护理公司(Four Seasons Nursing Homes)、国际休闲公司(International Leisure)和全国学生市场营销公司(National Student Marketing Corp)]，也有一部分是当时红火的大型联合企业集团。每次新股发行狂潮，华尔街都会为一些根本不值得投资的企业发行过多的股票，而且可以肯定，一旦市场开始变得不景气，许多企业立刻就会陷入困境，留下不知多少投资者仰天长叹。

同样的事情在新千年到来之际还在频繁上演。在投资银行德雷克斯(Drexel)所引导的以垃圾债券支持恶意收购的风潮结束以后，许多企业对自身的资产进行了重组，大部分产生了良好的效果。企业通过清偿债务，降低了资产负债率，减少利息支出，增强了现金流量，促进了净利润的增加。同时，20世纪80年代过多的债务得到消化以后，企业又重新开始显得健康起来。但他们对股权资本的追逐依旧，许多企业开始进入股票市场融资。一些小型的初创企业(大部分与当时日渐火热的互联网、无线通信，以及光纤行业相关)，在殷勤的投资银行机构(他们为了获得7%的手续费；而且，为了更加贴近这些初创型企业，他们绝大部分都在硅谷开设了办事处)的帮助下，纷纷发行了股票。许多只有十几个人、一份创业计划书和一间位于帕洛·阿尔托(Palo Alto，译者注：硅谷的发源地，著名的斯坦福大学就坐落在此)的小办公室的创业团队，仅仅因为有并不现实的所谓的“未来的预期收入”(而不是预期利润)，华尔街就帮助他们通过首次公开发行在公开股票市场融资，而且这些股票的交易量在一两年或三年的时间里，绝大部分都上升到极为可观的水平。银行也为已经完成创业期的企业发行新的股票，这些企业为了铺设新的光纤电缆，或并购媒体资源以构筑“集内容与传播于一体”的平台，而公开上市筹集资金。大部分企业不顾光纤电缆的铺设已经严重过剩、竞争压力已经非常大，以及战略计划已经极不可行的现实，仍然盲目上市筹资，这说明，在企业发行新股票以前，根本没有人就企业所要投资的项目进行过彻底而充分的调查工作。简言之，银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行几乎为所有的企业发行股票，在 20 世纪 90 年代后期和新千年初期，华尔街为处于鼎盛时期时的电信和科技行业募集了超过 1 万亿美元的股权资本，仅仅在 2000 年 2 月，就发行了 55 只新股票，平均每天接近 3 只。糟糕的后果可想而知，2001 年到 2003 年间，股票价格普遍暴跌，近 6 万亿美元的股票市值被蒸发，不少机构投资者眼睁睁地看着自己的投资基金被摧毁，无数的个人投资者目睹自己的毕生积蓄化为乌有。摩根斯坦利研究分析了美国在 1980～2002 年间发行的所有科技股，大约1 700多只，发现在这 20 年间，这些科技股创造了 1.6 万亿美元的价值，然而这 1.6 万亿美元的绝大部分是由其中 5%的股票，即其中 80～90 家上市企业所创造的。[2]这说明其余 95%的企业根本没有创造什么价值，银行也主要是为这些仅仅能提供一份商业计划书、门口刚刚挂牌的初创企业发行股票。大多数的股票最终会变得不值一文，如果要确定到底哪个环节出了问题，矛头只能对准华尔街。

当然，有意上市的企业本身也是积极的合谋者。风险资本家积极向华尔街推销最新的热点概念；金融媒体大力吹捧那些新潮的、却不够可靠的网络公司；机构投资者投入大量资金带动股票需求的增长，使股票价格不断攀升；甚至，个人投资者也需要承担部分责任，“贪婪是正当的”思潮并没有随着戈登·盖科(Gordon Gekko)(电影《华尔街》中的主角——译者注)的失败而消失，当它再次袭来的时候，个人投资者也变得利欲熏心[如果大批的普通小投资者都变成了美国有线国家广播公司(CNBC)的瘾君子、逆向博利的短线投资者或账面富翁，情况就不妙了]。一场真正的投机狂潮的刮起，需要很多不同类型的逐利人群的参与，因此，他们都要受到应有的谴责。但归根到底是华尔街，是华尔街极具说服才能的投资银行团队、投资研究顾问，以及销售人员和交易员，把整个局面弄糟的(有时他们不仅通过过度发行股票把局面弄糟，例如，错误的研究，分股(pinning)和进阶 (laddering) 等违规操作都会把局面弄糟，但这些暂且留到第六章再探讨)。银行在鉴别企业好坏、选优去劣的过程中，本应该格外勤勉小心，但他们并没有如此。他们没有适当地做好他们的本职工作，是因为他们只是在追逐 7%的手续费，只在乎业内的排名和丰厚的奖金。所以，请记住，过多的权益资本也可能并不是件好事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金不足

如果华尔街缩减借贷量或者减少债券发行量，如果华尔街不愿意承接首次公开发行股票和增发新股业务，如果华尔街不再愿意为某些产业、部门或者国家服务，资本市场就会风向突转，出现资金供给明显不足的现象。这种情况虽然不会像资本过度的情况那样频繁地发生，因为华尔街更偏爱“多”，总是迫切地希望能挣取手续费，但还是会发生，因为华尔街掌控着资本王国的钥匙。虽然如今的华尔街与20世纪早期几乎由J. P. 摩根所垄断的境况有所不同，但也没有根本性地改变。尽管华尔街存在一些竞争，有一些无需金融中介的直接融资形式，以及其他一些可替代华尔街融资功能的机构，但在资本募集方面，华尔街的核心银行仍然处于主导地位。因此，如果华尔街说“不”，便意味着那些值得给予，而且确实需要资金的企业、行业或国家不可能得到资金。其结果便是企业发展和经济增长面临危险，投资者本来可以获得的良好的投资机会也丧失了。如果投资者、放贷者，以及华尔街的银行不愿意或不能够承担风险，或者华尔街本身无意参与某一细分市场的资本募集，则资金短缺的情况就会发生。接下来让我们考虑上述两种情况。

如果投资者不愿意承担风险，他们就不会去购买债券或股票；如果华尔街的银行不愿意承担风险，则不管价格高低，他们都不会去发放贷款或承销证券。一般而言，如果经济或政治前景黯淡，或者市场出现混乱时，投资者和华尔街的银行都会避免承担风险。但如果银行尽量减少，甚至停止为一些企业筹集资金时，必定是发生了一些非常严重的问题，如他们在其他一些业务领域损失惨重，使他们丧失了募集资金的欲望、能力和授权。这在华尔街的历史上发生过多次，尤其是在投机泡沫破碎之后。譬如，在20世纪30年代早期股市大崩盘后经济萧条的年度，曾经出现过“资本罢工”，借贷企业和上市公司根本不能期望通过华尔街借入债权资本或募集股权资本。有些银行在股市大崩盘时损失惨重，即使是有抵押，即使是好企业，他们也不能或不愿意借出资金或承销股票，这种资本真空时期持续了将近五年。而且，这在现代金融史上也曾发生过，譬如，20世纪80年代拉丁美洲债务危机和90年代创纪录的企业违约率发生以后就出现过，前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者使得许多通货中心银行(Money Center Banks)损失惨重,后者严重冲击了整个金融体系,导致许多投资银行遭受了损失。资本短缺现象在1998年的8、9月间表现尤其严重,当时俄罗斯发生金融风暴,导致对冲基金美国长期资本管理公司(LTCM)崩溃,受此影响,新股和债券的发行都几乎停滞了。甚至信用等级优良的AAA和AA级企业也不容易募集到资金。如果有企业确实需要借助华尔街的融资渠道募集资金,他们也必须比正常时期多支付10个、20个,甚至是50个基点,而且信用等级低于A级的企业根本不可能募集到一分钱,更别说发行新的股票了。在随后2至4个月的时间里,通过华尔街募集资金基本上是不可能的,原因何在?不是因为信用等级为AAA级或AA级的企业不再是低风险的企业了(他们的信用程度和危机前一样可靠,偿还债务的意愿和能力仍然很强),也不是因为发行股票的企业的前景大不如前,而是因为俄罗斯、新兴市场、长期资本管理公司和其他对冲基金所暴露出来的信用风险和市场风险,使许多华尔街银行遭受了损失。他们损失惨重,有的甚至损失了数亿美元或更多,因此变得异常厌恶风险(或是受到董事会的训导而变得厌恶风险)。他们不愿意,有时也没有能力去进行新的资金募集业务。因此,资金的缺乏,由于华尔街本身的风险损失,而达到了登峰造极的地步,甚至是信用等级最高的或前景最好的企业也无法融到资金。这就是说,如果华尔街的银行机构在某一领域遭受了损失,则他们可能根本无法帮助其他领域的企业募集资金。这又引出了另一显而易见的问题,即企业的筹资渠道是否应该取决于华尔街自身的交易或信用风险?如果答案是肯定的,资本短缺的情况就不可避免,此时如果有企业(或国家)为了开拓国际市场而需要募集资金,他们只有两种选择,要么如通用电气、通用汽车、福特汽车和联合包裹服务公司(United Parcel Service,UPS)等大型企业那样,绕过华尔街直接向投资者融资,要么只能祈祷华尔街自身正好没有遭受损失,能够正常运转。

当然,也有时候,不论当时的境况如何,华尔街都完全不理会某一行业、部门或国家的融资要求,坚决拒绝为他们提供融资渠道。如果华尔街觉得这些潜在的业务可能得不到足够的利润,或者觉得不值得为他们耗费精力和时间,或者这些业务需要承担的风险太大,或者仅仅是不愿意为自己增添任何麻烦,这种情况就可能发生。不可否认,华尔街没有必要为所有的企业筹集资金,在经济状况不佳或风险与收益不对等时尤其应该如此。但是,华尔街拒绝募集资金的理由真的很合理吗?他们真的能肯定募

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集资本的外部经济条件尚不存在吗？他们真的很清楚地知道风险和收益比还没有达到应有的水平吗？还是仅仅因为他们不愿意付出努力或是他们正在聚集资源以追逐更大的业务？譬如，多年以来，许多华尔街银行都忽视了中小型企业(SME)部门。事实上，许多中小型企业的盈利状况都十分可观，并处于高增长时期，不得不去寻求其他的资金来源，比如从当地的小型银行贷款(利率可能较高)、寻求风险资本，或从政府资助的特殊项目中获得中期资金。这非常糟糕，因为有一部分中小型企业最终会发展成为华尔街愿意与之往来的大型企业，银行可能会错过在第一时间与这些有潜力的企业建立业务关系的机会；银行本来可以通过扶持他们发展成大型的跨国企业，并在此过程中与他们建立稳固的合作关系，而这意味着培育了未来的业务机会。虽然，有些银行已经开始觉察到这些年来忽视中小型企业市场的错误；一些更为开明的银行则正极力补过拾遗，以博取这些企业未来的一些业务。但在过去的数十年里，中小型企业不得不四处去拼凑资金，因为华尔街不愿意为他们提供融资服务。这种情况也同时发生在农业部门和一些“高质量”的新兴市场国家，不一而足，当他们需要资金时，却无法获得。当然，如果资本缺乏成为令人关注的核心社会经济问题时，监管部门和政治势力就会介入，敦促华尔街履行应尽的职责，例如，颁布和实施《社区再投资法》(Community Reinvestment Act)等法案，要求银行必须向所在的地区借贷一定的资金，就是促使华尔街向急需资金的企业或地区投入资本的方式之一。

错误地定价

有时候，华尔街错误地确定资本的价格。比如，相对于所需要承担的风险，华尔街所销售的债券或承销的辛迪加贷款的利差过低，相对于所设想的盈利空间，它所承销的股票的价格太高；或者正好相反，它所销售的债券或投放的贷款的利差过高，而所承销的股票的价格太低。当然，定价并非是一门精确的科学，要准确地确定证券在一级市场和二级市场以什么样的价格进行交易是十分困难的，有很多不断变化的因素都会影响价格的确定，比如证券发行企业过去和未来的财务情况、金融市场的整体状况、类似证券上市交易的规模、对冲市场交易的方式、机构投资者的投资欲望，以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人投资者的投资心态等。许多因素都会影响定价，因此，不会有人因为银行承销的债券的利差仅仅相差几个基点，股票价格相差几美分（甚至几美元）而批评他们，这已经足够接近了。我们所讨论的错误定价是指银行偏离实际的目标价位很远，譬如债券的利差偏离了几十个基点，或股票的价格相差不止几美元。同时，我们也会探析这样一个事实，即错误定价的情况非常频繁。

为什么资本会被错误地定价呢？通常是因为银行错误地理解了市场状况（偶然的失误），或是银行为了取悦客户或投资者（故意地犯错）。同样，如果失误只是偶尔出现，没有必要感到过于不安。如果失误不断发生，则可能是银行能力不足或银行内部控制上存在问题，华尔街的证券承销商在通常情况下都应该懂得如何确定适合的交易价格，否则根本不应该从事证券承销业务。如果错误定价的出现不是因为失误，而是为了争取更多的业务，或者为了取悦于某些优先的顾客，而不惜牺牲其他人的利益，则很可能涉及严重的内部控制和道德问题。那么银行是如何错误定价的呢？他们可能是错误地判断了借贷方或发行方的财务实力和发展前景；也可能是他们确实不知道以什么样的方式吸引投资者；也可能是他们实在太想得到某项业务，而故意削价竞争；也可能是他们的内部控制很糟糕，譬如，毫无主见的贷款审查委员会，不论辛迪加牵头银行提出什么样的交易价格，都会轻率地批准。

我们把错误定价分成定价过低和过高两种情况，因为两种情况所影响的利益方并不相同。如果股票定价过低，即发行价低于企业的实际价值，则企业将遭受损失，因为它所融得的资金将少于预期。如果它要募集更多的资金，就不得不发行股票，股份就会被稀释。如果债券或贷款定价过低，即所确定的利率低于借贷方信用水平相对应的利率，则债券投资者或债权人遭受损失，因为他们获得的利率无法弥补所承担的风险。如果股票定价过高，即发行价高于企业的实际价值，则一级市场的投资者会遭受损失，因为股价在公开上市以后可能会下降。如果债券或贷款定价过高，即利率高于公允的水平，则企业将会遭受损失，因为相对于它的信用状况，它为债权资本所支付的成本过高。以上就是四种常见的错误定价的方式。接下来，我们探讨一下现实生活中所出现的错误定价的情形。

以投资级的债权资本为例，它们经常会被定价过低，有时候甚至是太低，这意味着企业因偏低的资金成本而受益，但投资者或债权人却因为风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险与收益比不对称而遭受损失。2002年末，当时信用级别为投资级的美国电话电报公司(AT&A)，以高于国债利率37.5个基点的利率借入了40亿美元银行贷款，那么，在信贷违约掉期市场(Credit Default Swapmarket)，AT&A债务交易的利率是多少呢？超过国债利率475个基点，这显然存在一个非常大的差异。同样，信用等级为AAA－的通用电气，其债务分别在T+12期的债务市场和T+85期信贷违约掉期市场上进行交易，两种利率之间也存在很大的差异。这样的例子还可以举出很多，但结果都大同小异。事实上，在2001年和2002年，信贷违约掉期市场的利差在稳步扩大时，贷款市场利差却相当稳定，因此，银行及其银团成员对贷款的定价，与债务交易市场所形成的定价有着显著不同，后者因为没有特别的成规或议程，所形成的价格应该能更加准确地反映实际情况。

为什么会这样？银行是会有失误，但如果真是因为失误，那该是多大的失误了！更为可能的，是银行在故意犯错。银行为了赢得企业的其他业务，可能会不惜以前期投资级的贷款业务亏损为诱导，当然这仅仅是一种可能。这种以某项业务净亏损为代价，换取其他业务的做法(比如折价出售某项业务以博取其他利润更高的业务)合乎法律，却并不明智。但如果银行明确地提出将贷款与其他业务联系在一起，就构成了捆绑销售，在法律上是不允许的(但如今，对于同时可以从事银行业务的证券公司而言，这样做并不一定违法)。在1970年修正的《银行控股企业法案》(Bank Holding Company Act)中规定，银行不得以获取客户其他盈利更加丰厚的业务(例如，股票承销或并购业务等)为目的，向客户提供优惠的资金。捆绑销售问题暂且留到本书以后的章节再作详细探讨，但可以确定的是，银行不应该为了换取AT&A或通用电气数十天以后可能发生的盈利丰厚的业务，而向他们提供优惠的辛迪加贷款，因为这是违法的。尽管这些不法交易绝不会白纸黑字地表露出来，但不争的事实是，如果银行能够获得企业未来业务的可能性越大，则银行贷款的利差越小。要不然，我们如何解释一级市场和二级市场之间的利率差距会是如此巨大？无论是供需因素，还是对市场的错误理解都不可能导致如此大的利差，只要我们知道，是银行机构确定贷款利率，是市场因素决定了信贷违约掉期市场的利率，一切都已不言自明。对贷款或其他债务工具定价过低所带来的问题是，牵头的银行常常会因为这些票据而陷入困境；显然，如果市场所希望的对AT&A的贷款利率为国债利率上浮475个基点，而辛迪加银团却只上浮37.5个基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

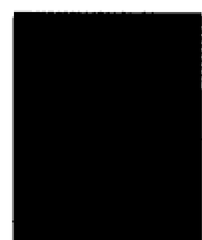
点就贷给它，自然是够他们受的了。因此，除非牵头银行能说服它的同行分担一部分，否则它不得不自己承受绝大部分贷款资金，并根据市场实际状况计提相应的减值准备，或进行相应的信贷违约掉期交易，以防止出现重大损失；而且，除非银行已经获得了并购顾问委任契约，否则只能被动等待。在这种情况下，风险与回报的绝对大小彼此不相称，而且时间上也彼此不对应，牵头银行借贷出去的贷款存在风险，从放贷开始到如期收回贷款需要持续很多年，而并购顾问费用却只能计入当季收入，不能持续。因此，客户企业由于获得了低成本的资金支持而受益，银行的股东们则不得不为此付出代价，而且，如果并购顾问业务最终无法履行的话，他们的损失就更大了。值得注意的是，在过去的数年里，有大量的债务交易定价过低；几乎所有的大型银行都因不得不自己过量持有这些债务票据，而遭受过损失，有些银行甚至经常因此遭受损失。在最为理想的情况下，随着时间的推移，市场状况的好转可能会帮助银行走出困境，他们所承受的损失可能微不足道，但更为现实的一般情况是，他们不得不加大利差，以顺利完成债权资本的募集，而需要承担较大的损失。如果借贷方或债券发行方违约，灾难性的情况就会出现，他们将不得不进行大额的坏账注销，严重影响他们的收益。错误地定价极为危险！

当然，有时债权资本的定价也会偏高，即债券或贷款以较大的利差发行，意味着借款人需要付出更高的利息。这类错误定价通常很快就会得到纠正，因为一旦这种债务票据发行，投资者就会发现差价，他们会在二级市场上踊跃购入这些“便宜”的票据，最终会使得利差回归到正常水平。然而，这对借款人并没有什么帮助，因为他们必须受借款合约的约束，而该合约的有效期可能会持续数年时间。当然，如果借款人觉得已有的贷款利差实在太高，他可以重新募集债权资本，以使他们需要支付的利息回归正常的水平。虽然债权资本的定价，可能会因为市场的不确定性过高或者银行过于保守(例如，银行为了确保所担当的债务票据全部能顺利处理，而给予票据高于正常水平的利差)而偏高。但有时候，银行也会因为他们自己遇到了问题或处境糟糕而错误地定价，诸如此类的原因我们前文已经提及。毫无疑问，在过去的这些年里，债权资本定价过高的案例已经发生过很多次，甚至在《国际财金评论》(*International Financing Review*)期刊上，每期都能找到一两个。

首次公开发行和增发新股的定价对于大多数投资银行来说，确实是个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进退维谷的难题，因为涉及两种完全对立的利益的调和。如果定价过高，使得股票价格高于其内在的实际价值，则意味着企业发行较少的股份就可以募集到较多的资金，每股股票也具有更高的账面价值，并且，承销银行所获得的发行费用也更高(譬如，银行可能募集到1亿美元的资金，而不是正常的9 000万美元，如果按7%收取发行费用，显然前者的费用会更高)。但股票的定价过高，一旦股票开始上市交易，投资者就会遭受损失，因为除非承销银行投入资本以支撑股票价格(可以支撑一时，但不可能长期支撑)，否则它会迅速跌落到市场所接受的均衡价格。因此，股票定价过高的结果必然使得以发行价购入股票的投资者遭受损失，并使得资本市场对发行企业的评价相当不利。然而，如果定价过低，使得股票价格低于其内在的实际价值，也会产生一些不利影响。这时企业所能募集到的资金会相对减少，为了募集到所预定的资金，企业将不得不发行更多的股票，股份就会被稀释，并且承销银行所能获得的发行费用也会相对减少。但另一方面，以发行价购入股票的投资者却可以轻易获得一份大礼，只要转让手中的股票，立刻就能获得不错的收益(感谢上天，幸好内部人不可以，因为他们手中的股票按规定有180天的锁定期，不能交易)。而且，资本市场对发行企业的评价也会更加有利，因为股票是上升了而不是下跌了。当然，承销银行却有失脸面，因为这表明，他们没有能够准确地评估企业的价值。虽然股票被错误定价的表现形式不一，但大多数情况下都是定价偏低。这真是不幸，因为募集股权资本(无论是增发新股，还是首次公开发行股票)应该使发行企业从中受益才对。毕竟银行是为企业而不是为投资者募集资本，它有责任和义务使股票发行价格尽可能地公允；如果股票发行定价偏低，上市交易后立刻上涨，则这个价差会完全落入投资者的口袋，而不会进入企业的募集资金库，这明显有失公允。



因此，银行到底该确定什么样的股票发行价格？这完全取决于当时所处的市场环境，以及银行所期望获得的具体目标：它是希望企业发行的股票相对较少、以博取企业的欢心，还是更愿意获得相对较少的发行费用，而希望股票价格在上市交易以后显著上涨？或者，它是否宁愿先为企业募集更多资金，以获得更多的手续费，而后甘愿承受股票价格在二级市场上下跌的风险？以及它是否有意通过压低股票的发行价格，保证股票上市以后市场反应热烈，从而使银行的优先客户轻松获利，给予他们一顿“免费的午餐”[譬如，把市场热捧的股票分派给银行的优先客户，这种“分股”(spin-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ning)手法是违法的,接下来的章节再详细探讨]。事实上,在20世纪90年代后期和新千年发行市场尚未得到纠正之前,许多股票的发行价格都被定得偏低,有时甚至严重偏低,这相当于发行股票的企业把应该收回的资金留在资本市场,任由按发行价购入股票的投资者瓜分,让他们在转瞬之间获得丰厚的利润。银行似乎缺乏应有的责任感,有时候甚至是犯罪。

因为股票发行价格过低而在融资过程中遭受损失的企业屡见不鲜。证券交易委员会发现,自20世纪20年代股市大崩盘以来,这种定价过低的现象至少在以下四个时期表现特别明显。1959～1962年期间,当时的热门股票,尤其是电子类股票大多定价过低;1967～1971年期间,当时证券市场投机盛行(被帝杰的创立者之一理查德·詹瑞特(Richard Jenrette)称之为"巨大的垃圾市场"),大型联合企业集团、计算机制造、计算机租赁、电子器件制造和快餐连锁等领域内企业的股票发行出现了大量被定价过低的现象,直到华尔街肆无忌惮地抑制供给、刺激需求的无耻行径被证券交易委员会和全国证券经纪商协会(NASD)压制住以后,火箭式的股票(股价飙升)才得以逐步减少;1979～1983年期间,当时与科技、机器人、计算机和医药相关的股票是证券市场追捧的热点股票;1998～2000年期间,网络股、媒体和电信股受到市场的热捧。其中,华尔街最为严重的定价错误,发生在1998～2000年的股市泡沫期间,这一时期定价偏低的幅度高达50%～100%,甚至更高,而此前几个时期通常只有5%～20%。因此,企业损失资金的大小主要取决于定价偏低的程度,而不是发行的股票量到底有多大。当1993年全州公司(Allstate)通过发行股票从合伙制公司转变为股份制公司时,股票价格仅仅被低估了8个百分点,但损失却高达1.63亿美元,主要是因为该公司发行的股票仅仅只有6 850万股,才导致其股价出现了较大的低估。但在互联网泡沫时代,就并非如此,在大多数情况下,互联网企业所发行的股票量都相对较小,但股票价格一级市场和二级市场的差异却非常大,如此大的差异表明还有其他的因素在起作用,比如银行方面出现非常严重的错误或对"分股"更感兴趣。除了UPS和高盛的首次公开发行(定价偏低分别高达16亿和9.6亿美元),其他首次公开发行定价被低估程度最高的股票都是发行量较小、净利率高的科技股:寇维斯公司(Corvis)被低估15.4亿美元,奔迈公司(Palm)13亿美元,枫树公司(Sycamore)10.9亿美元,埃卡迈公司(Akamai)10.7亿美元,安捷伦公司(Aligent)9.7亿美元,AT&T无线通信公司94.8亿美元,立努克斯(VA

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Linux)公司9.2亿美元，自由市场公司(Free Markets)8.35亿美元，等等。[3]

* * * * * *

首次公开发行错误定价

在给新发行股票尤其是给首次公开发行(IPO)股票定价时，华尔街的投资银行常常非常矛盾，因为这些股票缺乏历史交易记录。IPO股票定价过高，企业自然会很高兴，因为这意味着较多资金和更高的每股价值；银行也会很高兴，因为这意味着更多的发行费用；但投资者们就得遭殃了，因为这意味着股票价格的急剧下降，投资损失。而IPO股票定价过低，则企业不会满意，因为这意味着他们获得较少的资金和更低的每股价值；银行也不会高兴，因为这意味着更少的发行费用，除非他们有意"分股"；但投资者们会很高兴，因为这意味着丰厚的短期收益。那么，银行应该怎么做？

其实，银行在给首次公开发行股票定价时必须以发行企业的利益为重，使发行企业募集到的股权资本最大化。然而，正如经常发生的一样，银行常常倾向于定价偏低。而且，如果市场确实非常活跃，新股的发行被排得满满当当，投资者踊跃大量申购(或许是过分殷勤热切的股票经纪人和销售人员才使得他们如此疯狂)，首次公开发行股票的定价会被更加严重地低估。在过去的20多年里，投资首次公开发行股票首日的平均收益率从较低的3.6%(这仍然是相当不错的日回报率，但大致来说已经基本接近下限，毕竟股票定价是一门难以做到相当准确的学问)上升到1999年的71.7%和2000年的56.1%，当时正值TMT泡沫的高峰期，新发行的小盘股定价的偏低程度也从正常水平逐渐变得异常严重。因此，在1999年，幸运的投资者能在一天之内获得惊人的72%的收益率，这就是说，他们早上投入1 000美元，到中午就可以收回1 720美元(当然，这当中需要支付少量的经纪费用，这也是经纪人得以谋生的手段)；或者，如果投资人是银行优先的关键客户(例如，某企业的首席执行官，正准备把他们公司的理财业务给予银行)，他们买入100万美元股票，转瞬之间就可以收回172万美元(当然，也还得支付一部分经纪费用)。这些可都是真金白银，显然，受到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损害的一方是发行股票的企业，他们因为定价偏低而给资本市场留下了大笔的资金，却不得不发行更多的股票去募集银行原本应该已经募集到的资金，导致企业的股份被稀释。因此，定价偏低相当于股票发行企业及其股东事实上资助了承销银行的投资者，这看似并不正常，却频繁地发生过。比如盖佐克斯(Gadzoox)，当时承销银行瑞士信贷第一波士顿以21美元的价格为其发行股票，上市第1天就眼睁睁地看着股票以74美元的高价收盘，意味着该公司给资本市场白送了1.8亿美元(幸福的"优先"客户们挣了1.8亿美元)。又如MP3.com，发行价为28美元，上市数小时之内就涨到63美元，偏差总额高达2.5亿美元。这种上市一天之内暴涨的例子层出不穷，立努克斯(AV Linux)上市时上涨697%，环球网络公司(theglobe.com)上涨606%，网捷网络公司(Foundry Network)上涨525%，维方公司(Webmethods)上涨507%，自由市场公司(Freemarkets)上涨483%，等等。你能够想像到一个幸运的投资者在立努克斯上市开盘时购入了10万美元的股票，在收盘时竟然能收回大约70万美元吗？或者，你能想像作为一个立努克斯的高层管理人员，看见公司应该收回的巨额资金消散在股票市场，该有多沮丧吗？

20世纪90年代早期，当时市场相对平静，秩序也更显井然，股票定价也似乎更加准确和公正。譬如，1990年，在美国股票市场进行首次公开发行的企业留给股票市场投资者的总额约为3亿美元，1991～1995年，平均每年约为15亿～40亿美元，情况似乎相对更糟糕了，但或许还能接受，因为进入股票市场的企业增多了。但1995年以后，情况就真的开始变得糟糕了。1996年被银行家们定价偏低的额度高达64亿美元(投资者真是幸运)，到1999年，当时互联网投资热潮荡漾着整个资本市场，银行家们热衷于把这些市场热捧的股票给予优先的关键客户，以换取他们将来的业务，被银行低估的股票市值高达352亿美元。这种情况在新千年也并没有出现好转，低估的市值仍高达267亿美元。[4] 当市场最终无法承受，新股票发行逐渐下降时，错误定价的总额才下降到20亿美元的水平。因此，在TMT处于泡沫巅峰期的两年里，华尔街的银行家们显然认为，从企业的募集资金中留出620亿美元分派给他们优先的投资者，更加符合他们的利益。当然，如果银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行定价过低，他们也会损失大量的发行费用，但银行并不为此担心，因为一旦曾经受益于他们的首席执行官们把更多盈利丰厚的业务交付给他们时，他们就能挣回更多。

* * * * * *

有人认为，股市泡沫时期发行的股票的定价很符合现实，实际上并没有定价过低，股票价格在二级市场迅速飙升的事实，正好说明了投机需求旺盛，而并非银行定价有误（也就是说，股价的飙升应该归咎于投资者，而非承销银行）。这种说法有道理吗？至少有两个理由可以说明这种说法经不起推敲。首先，并非所有的定价偏低都发生在同一"热门"行业，它们也发生在其他行业，包括那些从来没有受到过投机热潮关注的行业；其次，许多定价偏低的股票的价格显示了很强的稳定能力，强势的价格能保持数月，甚至更久。当然，即使存在所谓的投机热潮，引发了对某些股票的非现实、非持续性需求，也是多亏银行机构的"努力"。例如，为了吸引投资者投入更多的资金，推动股票价格上涨，他们过度包装股票、人为地创造需求、发表过分乐观的研究报告。这些我们暂且留到以后的章节再详细探讨。

* * * * * *

破碎的玩具

电子玩具公司（Etoys），曾经试图成为与电子港湾（Ebay）及亚马逊（Amazon）一样受人仰慕的玩具零售商，但如今已倒闭了。该公司曾提出一个通过互联网销售玩具的计划，并致力于创建这样一个平台。这是一个很新颖的想法，当时还没有人进入这样一个领域。亚马逊通过互联网销售图书，电子港湾通过互联网提供人们销售自己多余物品的平台，电子玩具为什么不通过互联网销售希洪娃娃（GI Joes）和芭比娃娃（Barbies）呢？早在1996年，该公司就找到一些硅谷的知名风险资本公司，比如理念试验室（Idealab）、红杉（Sequoia）、高原（Highland）等，支持他们的计划和设想，并给予公司种子资金，以帮助实现他们的战略和建立运作平台。在1998～1999年间，对于电子玩具来说一切都非常顺利，1999年圣诞假期期间，他们的玩具销售额甚至超过了亚马逊和玩具反斗城在线（Toys-R-Us online）。

接着，电子玩具公司着手准备首次公开发行股票。在依靠风险资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本经营3年以后，电子玩具公司的管理层认为，脱离风险资本的时机已经成熟，于是联系高盛进行首次公开发行股票。到1999年3月，一切都如愿而行，前景甚佳，高盛同意为其进行首次公开发行股票。值得注意的是，当时正值TMT热潮的鼎盛时期，经过几个季节的销售，电子玩具证明了自己的设想，尽管当时还未盈利[没有任何一家"企业对消费者"(business-to-consumer)的电子商务公司盈利]，但公司已经得到公众广泛认可，拥有可观的访问量、良好的战略和优秀的管理团队。既然如此，为什么不定价稍高，为公司募集到更多的营运资本呢？

然而，高盛对电子玩具股票的定价却偏低，每股20美元，发行1 300万股，共募得资金1.66亿美元。这看似并不坏，但是公司的股价在发行首日便攀升到85美元，意味着电子玩具为此损失了4.7亿美元。这对于一个正处于高速成长之中、需要大量资金才能确保健康发展的公司来说，无疑是一笔攸关公司成败的大资金。而且，首次公开发行股票对公司来说只有一次，接下来的每一次增发新股，无疑都意味着公司的股份被稀释。更为可叹的是，电子玩具公司的股价在85美元的位置并不只是昙花一现的奇迹，在接下的数月中一直都处于上升的态势之中，这说明一定是高盛错误地确定了公司的股票价格。从那时开始，电子玩具开始走下坡路，到2000年，随着TMT泡沫的破裂，电子玩具公司已经步履艰难；公司收入锐减，资金周转紧张(当然，要不是那本该募集回的4.7亿美元，也不至于此)。到2001年初，电子玩具公司已经无法继续支撑，只得申请破产了。一家传统的玩具经营商——KB玩具(KBToys，该公司最终在2003年末破产)，以4 000万美元收购了电子玩具公司的存货、域名和其他知识产权。电子玩具公司就这样结束了。

但事情并没有结束。2003年，电子玩具公司的余部(EBCI有限公司，当时被列入粉单市场，以极低的价格维持交易)决定起诉高盛，理由包括随意压低首次公开发行的股票价格(这使得公司陷入财务困境，并最终导致破产)，首次公开发行股票中分派给优先客户的主要部分没有披露[不仅股票包括高盛的优先客户，还包括同为副承销商的美林和罗伯逊·斯蒂芬森(Robertson Stephens)的优先客户]，为了获得首次公开发行股票承销业务和二级市场的购入支持，索要和收取额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外的、没有披露的手续费[这些构成了“分股”(spinning)和“进阶”(laddering)，这是明令禁止的非法行为，我们将在后面的章节详细讨论]。虽然投资者起诉严重亏损或破产的互联网公司及其承销商的案例很多，譬如对 Priceline. com，Expedia. com，，Goto. com，Garden. com，Boo. com 和 MVP. com 的起诉等等。电子玩具公司的起诉行动却开了破产企业因为定价错误而起诉其承销银行的先河。或许，电子玩具公司的起诉是正当的，毕竟 4.7 亿美元不是一笔小数目。

* * * * * *

上述案例的教训在于，尽管一般认为，华尔街应该依照客户的需要，以合理的条件为他们募集债权资本和股权资本。但有时候，华尔街却不能、不愿，也没有募集资本。即使是募集了，也可能无意或有意的错误定价，把价格定得过低或过高。如果错误的定价出于不正当的理由，则事情往往非常棘手，这不仅将导致客户企业不得不付出更多的资金或者更多本该募集回的资金化为乌有，更为重要的是，这表明银行存在道德上的问题。资本筹集对华尔街而言非常重要，这种错误定价行径再也不能不加以制止。

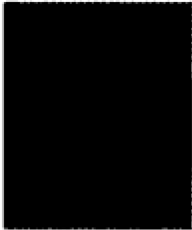
注释

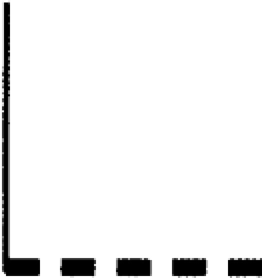
1. J. Creswell, “Too Good to Last,” *Fortune*, March 13, 2003.

2. Morgan Stanley, *Technology IPO Yearbook*, March 2002.

3. 数据来源于 J. Ritter, “Money Left on the Table,” University of Florida working paper, 2003。

4. 数据来源于 J. Ritter, “Some Factoids about the IPO Market,” University of Florida working paper, 2002。





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　不良的企业咨询建议

华尔街常常为它们的企业客户提供广泛的咨询建议，包括经营和战略。大型的投资银行和咨询公司相似，总是极力向首席执行官们、首席财务官们和机构投资经理们推荐各种能帮助他们获得更高销售收入或投资收益的经营方案和投资战略，以引导他们走上繁荣之路；有些银行甚至还试图帮助企业获得更高的市场份额，并超越竞争对手。

虽然为企业提供咨询建议的形式多种多样，但我们只从两个大的方面来阐述和说明这一问题。其一是企业理财顾问，包括并购、税负结构和表外资产交易；其二是投资顾问，包括基于债务、衍生证券和其他风险性金融工具的结构性资产交易。无论是对企业，还是对其他机构而言，理财和投资都是至关重要的，如果它们想在高度竞争的商业环境中取得进步。不幸的是，事情并非总是如愿而行。银行机构经常会提出一些糟糕的理财方案和不甚可靠的（有时候甚至是危险的）投资建议。让我们来看一看。

糟糕的企业财务顾问

为企业打理财务事务是华尔街十分重要的业务，比如我们在上一章中所提到的首次公开发行股票及增发新股的承销业务，就是盈利非常丰厚的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业务。因此，华尔街绝大部分的顶级银行机构都投入大量的时间和精力去发展、开拓和磨炼自己为企业打理财务事务的技能，使得他们的专业团队能够为企业提供全方位的财务咨询服务。诸如合并、收购、资产剥离、业务分拆，分拆上市、资产重组，杠杆收购和规避税负/监管等业务，无不属于华尔街机构的业务范围。其中有些业务确实很精妙，也确实能增加客户企业的价值。一次明智的收购，一次恰到好处的业务分拆，以及一套合法而有效的规避税负的金融载体，都能帮助企业为其股东创造价值。如果企业的治理结构能够发挥应有作用，为股东创造价值应该是董事会和管理层所追求的核心目标。最为理想的财务顾问的结果应该使得所有各方都觉得满意：企业得到了想要的交易，银行机构赚得了手续费，银行和企业的股东们也应该从中受益。

然而，与华尔街其他领域的业务一样，有些企业理财顾问业务并不能实现它们预期的目标。其中有一些是不可靠的，还有一些是设想不周或者没有得到良好执行的，甚至还有少数是违法的。所有这些不正常的咨询建议，都完全不是企业在支付了千百万美元的费用给所谓专业的银行家们之后所愿意看到的，但这种问题确实存在。供职于拉扎德(Lazard)的权威银行家费利克斯·罗哈廷(Felix Rohatyn)曾经说过："银行总是希望能够促成一笔交易，因为如果你不促成交易，你就不能得到佣金……我亲历过太多失败的交易，也目睹过在很多交易中，人们过度的狂热，付出了高昂的代价或者收购了并不合适的企业"。[1] 费利克斯·罗哈廷先生所言应该不假，而且不只是他一个银行界的权威人士说过类似的言语。

并购

糟糕的并购顾问建议的表现形式各有不同，可能造成的财务损失程度也不尽相同。举例来说，银行可以帮助企业形成一个不明智的战略，比如收购一个危机四伏而且深陷困境的竞争对手，向自己不熟悉的领域扩展，或仅仅因为竞争对手正在大肆收购而去收购其他企业。又如，银行也可能仅仅为了追求公众效应和市场份额，而不是出于理想的战略或财务目的，而建议客户为某项交易支付过高的对价或追求庞大的交易。尽管银行机构负有受信托人责任，应该引导客户向正确的方向前行，但有时他们却做不到，因为正如罗哈廷(Rohatyn)先生所说，他们太想获得交易佣金了。

在过去的数十年里，值得质疑的并购非常多，卷入其中的企业不计其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数。这种糟糕的并购交易在几十年前就已经渐露头角，但真正引发人们的广泛注意是在20世纪60年代，当时"企业联合运动"正如火如荼。如今，不成功的并购甚至发生得更加频繁，因为企业的数量越来越多，并购的压力更是越来越大。首先，我们评判一下一些小型的并购案例。难道真有人会认为，阿西亚·布朗·勃法瑞(Asea Brown Boveri，ABB)应该以16亿美元的价格购买当时身处水深火热中、有高达40亿美元诉讼缠身的康巴森工程公司(combustion engineering，CE)吗？难道银行家们当时不应该建议ABB的管理层不要去做这样一笔交易吗？显然，当时银行家们本应该提出反对意见，因为ABB为了避免进一步的诉讼缠身，最终不得不让康巴森工程公司破产。还有，AT&T的银行家们本不应该建议他们在1999年花费435亿美元去收购第一媒体(MediaOne)，康柏(Compaq)的银行家们也本应该就其对数据器材公司(Digital)的收购提出反对意见，网威(Novell)的银行家们本不应该同意其与完美文档公司(Word Perfect)的合并，IBM对莲花软件(Lotus)和世通(WorldCom)对电脑服务公司(CompurServe)的并购也同样存在问题。或许，康塞科(Conseco)的银行家们本不应该让其支付了70亿美元，以86%的溢价去购买绿树金融公司(Green Tree Financial)这样一家有着太多问题的公司，以至于合并后公司被迫违约。这些公司从它们冒进的并购中得到了什么呢？除了利润大幅下滑(有时候甚至亏损)，股东回报率衰减，市场份额增长放缓和整合难题以外，一无所获。以现在的眼光来看，所有这些并购(以及其他许许多多的交易)实在是不尽如人意，它们使得许多人因此蒙受损失——除了银行赚得丰厚的酬金(以及在并购中收到高额溢价的被收购方的股东们，因为并购方不称职的银行家们成全了这种高额溢价的出现)。

有时候，银行家们仅仅为了促成一笔交易，会建议客户去购买一家与自己发展战略完全不相关的企业，以创造一个"多元化的大型联合企业"。他们说服客户进行并购的理由是"收入多元化战略"和"跨行业的协同效应"，然而，这些理由最终并没有太大的实际意义。"企业联合运动"盛行已久，高盛就是首先设立专门从事并购业务的部门，以专注从事大型联合企业并购业务的华尔街投资银行之一，其他投资银行也紧随其后设立了相应部门。20世纪60年代投资银行曾建议标准石油公司(Standard Oil)通过收购进入办公设备行业，建议美孚石油公司(Mobil Oil)进入百货零售业，后来这两家公司最终赔本剥离了他们的这些非核心业务。他们建议国际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电话电报公司(International Telephone and Telegragh,ITT,成立于 1920 年)进行多元化扩张,进入医院、化肥、护理服务、汽车零部件、食品和其他一些鱼龙混杂的行业,结果,ITT 在 1960～1969 年间进行了 100 项并购,投资银行得到了丰厚的酬劳,ITT 的股东得到的只有更为糟糕的回报。维尔逊(Wilson)是一家经营体育运动用品的公司,投资银行却建议它进入肉类加工和制药业;投资银行也建议立顿(Litton)进入电脑、造船、传输带和食品制造业;建议海湾西部(Gulf and Western)进入汽车零部件、锌、制糖、雪茄和娱乐业。在多元化理念盛极一时的 1966～1969 年间,诞生了许多业务混杂的大型联合企业;事实上,在华尔街投资银行并购专家们的帮助下,以及华尔街提供的贷款和可转换债券的支持下,美国当时最大的 200 家企业中有 20 家进行了多元化经营。华尔街的投资银行所促成的多元化并购业务中,很多都无果而终,没有为企业增加任何价值,上面提及的只是其中少数几个案例而已。投资者最终发现,把自己的资产进行多元化的组合投资,远比直接投资于多元化的企业要有效得多。因此,他们抛售多元化联合企业的股票。在很多情况下,很多并购以后的企业,因为股票价格与市场的预期相距甚远,又不得不重新聘请投资银行来协助完成企业的分拆过程,把他们曾经苦心创建的业务拆分出去。这种变化对企业而言,意味着付出更多的佣金和更多的费用,意味着企业的股东也因此遭受损失,但华尔街投资银行的股东们却从中获利了(当然,这或许也会损害华尔街的声誉)。

投资银行家们总是敦促他们的客户去模仿竞争对手,以"我也一样"的策略与对手竞争,这是一种代价非常昂贵,也可能是不明智的策略。这方面失败的案例为数不少,在传媒行业,许多公司极力去建立一种并不可靠的,一般来说也是无效的,集中共享的内容/传播平台[例如,美国在线(AOL)/时代华纳(Time Warner),维芳迪(Vivendi)/环球(Universal)/全国广播公司(NBC),迪斯尼(Disney)/大都会(Cap Cities),基尔希媒体(KirchMedia)/前 1 号卫星台(Pro Sat1)];在电信网络领域,为了快速地扩张并尽快地铺设更多的光纤电缆,许多企业争相收购自己的竞争对手[例如,环球电讯(Global Crossing)/前锋电讯(Frontier),捷迪迅(JDS Uniphase)/SDL];在银行业,银行极力通过扩张使自己成为"核心力量"(尽管并不一定意味着更好,或者更高的盈利水平)[例如,第一银行(Bank One)/第一芝加哥国民银行(First Chicago NBD),J. P 摩根大通(J. P. Mor-



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

gan Chase)/第一银行(Bank One)，富国银行(Wells Fargo)/第一州际银行(First Interstate)，第一联合银行(First Union)/核心州银行(CoreStates)，瓦乔维亚银行(Wachovia)/第一联合银行(First Union)，美洲银行(Bank of America)/福力特波士顿(FleetBoston)]。华尔街的银行家们一直热衷于并购顾问业务，是他们促进和推动了企业间的并购。

有时候，华尔街极力促成各种并购交易，是为了提升他们自身的品牌影响力。有什么能比两个巨型企业之间极具轰动效应的并购更让人印象深刻呢？对投资银行而言，这种诱惑无疑是巨大的，因为这让他们看起来像呼风唤雨的圣人(至少在一段时间内可以如此)，而且能赚取不菲的报酬。如果合并或收购常常不能产生他们所吹嘘的那样的效果，一点都不必奇怪，实际上，并购前大肆宣扬的效果根本不可能实现。例如，雷诺(R. J. Reynolds，RJR)与纳比斯克(Nabisco)之间的并购，1988 年，雷曼兄弟支持的投资人/管理层杠杆收购(LBO)，为了阻止摩根斯坦利、美林、德雷克斯(Drexel)以及沃塞斯坦·培瑞拉(Wasserstein Perella)等支持的科尔伯格·克拉维斯·罗伯茨(Kohlberg Kravis Roberts，KKR)收购控制股权(buyout)，RJR 动用了高达 250 亿美元的资金进行激烈争夺。这是 20 世纪 90 年代轰动一时的大并购案，它使得 RJR 增加了 200 亿美元的负债，导致 RJR 每年的利息支出高达 30 亿美元之巨；同时，RJR 当时的债券也沦为垃圾债券，导致不幸持有该公司债券的投资者的债券市值损失了约 10 亿美元；而且成千上万的 RJR 员工被解雇。除了这些，这一并购没有给企业带来一丁点额外的经济利益，而且，他们还得支付给银行家们、律师们、会计师们等 10 亿美元的酬金。同样的情况也发生在近年的大额并购交易中。例如，美国在线与时代华纳高达1 660亿美元、辉瑞(Pfizer)与华纳·蓝伯特(Warner Lambert)高达 940 亿美元、戴姆勒(Daimler)与克莱斯勒(Chrysler)高达 390 亿美元、SBC 通信(SBC Communications)与美国科技(Ameritech)高达 560 亿美元的并购，他们的业绩在并购以后都不同程度地下降了，而且都面临整合、成本控制和管理战略等方面的严重问题。事实上，在 1995～2001 年间所发生的 21 起巨额并购交易中，有 17 起对并购方的股东而言是失败的，他们眼睁睁地看着自己投资的价值在并购以后急剧下跌，远远落后于自己的同行。

顺便简要地补充一下，当主张并购的投资银行家们向企业的董事们建议是否应该开始进行一项并购活动时，他们通常会被要求提交一份“公允

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意见书”，该意见书说明该并购交易是否被合理地评估，以便董事们阅读以后能够确定，该项交易是否符合公司股东的最佳利益。这听起来似乎很不错：具有专业知识的人士应该能够做出正确的评估，能够告诉其他非专业人士并购交易的价格是太高、物超所值，还是公允合理。不幸的是，即使他们已经把价格定得大大地超出了常规，他们也会宣称他们所确定的价格是相当公允的，这意味着他们的客户们可能会支付过高的对价。这种问题很严重，而且频繁发生，然而，似乎每一个人都在有意回避它，企业有意进行并购（或者希望进行并购），银行机构也希望能促成并购交易（不论价格如何，都希望促成交易，因为价格越高，意味着报酬越高——这是典型的利益冲突）。尽管每一次并购交易银行机构都应当提供“公允意见”，这种意见应当建立在全面的审慎性审查和严谨详尽的数据分析之上，但银行家们却常常把它当成例行公务，敷衍了事。有时候他们把数字搞错，因为他们对并购所带来的协同效应、收入增长、成本缩减和财务杠杆的假设过于乐观；有时候他们出错，是因为他们并不懂得企业是不断发展的，并购可能会使企业的经营范围发生改变；有时候他们出错，是因为他们是外部人，不能清楚地懂得他们正在提供咨询建议的业务之间的细微差别究竟在哪里；有时候他们出错，是因为他们揣测到管理层想要进行并购，于是极力去迎合企业管理层的意思；有时候他们出错，是因为他们一心想要填充自己的钱包。银行家可能会为自己辩白，认为估值本来就不是一门精确的学问，应该允许有一定的误差。确实如此，但错误不应该如此大，而且频繁发生。或许，如果公允意见由独立的第三方、而不是由渴望并购交易发生的银行来提供的话，利益的冲突会少一些，相关的数据也不会那么含糊。然而，由独立的第三方提供公允意见的并购交易仍旧只是个别现象，而不是强制性规则。



重新回到前面的话题。如果公允意见书中的一些意见与实际情况并不相符，最终使得并购方在并购过程中支付了过高价格，是很容易被发觉的。只需要看看并购方的股票价格在并购交易进行后一两年内的表现，与(1)并购前的股票价格，(2)同行业竞争对手的股票价格，(3)整个市场的行情，相比较而言是变好了还是变差了，就往往能说明问题。而且，我们有大量的实例可资说明。一份对 1995～2001 年间所进行的并购交易的调查（其中包括创并购交易纪录的 1998～2000 年，这一时期的并购交易金额超过 4 万亿美元）表明，61％的并购交易损害了股东的财富。[2] 并购交易完成一年以后，超过 300 家并购方企业的股票表现不如其同行，甚至两年后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

80%进行过并购交易的企业的股票表现低于一般水平。没有令人十分信服的证据表明应该进行并购交易，当然这不能包括那些被错误定价的并购。比如，在线健康服务公司(HealtheonWebMD)在2000年以30亿美元的价格收购了医疗信息管理公司(Medical Manager)(48%的溢价)，12个月以后在线健康服务公司的股票价格比同行业的竞争对手低了150%。戴姆勒(Daimler)在1998年以390亿美元(54%的溢价)的价格收购了克莱斯勒(Chrysler)，一年以后戴姆勒(Daimler)的股票价格比同行业的其他汽车公司低了30%。同年，喜达屋(Starwood)以95亿美元(98%的溢价)的价格收购了国际电话电报公司(ITT)，一年以后喜达屋(Starwood)的股票价格比同行业的其他公司低了65%。泰科(Tyco)与CIT的并购交易清楚地体现了被并购企业的财务生命周期：Tyco在2001年以92亿美元的价格收购了CIT金融部门，2003年，泰科通过首次公开发行股票以46亿美元的价格卖掉了CIT的股权，为此，泰科冲销了CIT 45亿美元的商誉。或许，泰科最初购买的价格不只是高那么一点点。[支付了过高溢价，而且股票表现不佳的并购交易在咔啦通信(Kana)/斯尔克网(Silknet)，狄乐百货(Dillard)/商业百货(Mercantile Stores)，办公仓库公司(Office Depot)/维京办公用品公司(Viking Office)，捷迪讯光电(JDS Uniphase)/SDL，畅通信道通信(Clear Channel)/AMFM，杜邦(DuPont) /先锋(Pioneer)，圣达特(Cendant)/格林豪泰(GreenTree)，美国在线(AOL)/时代华纳(Time Warner)，维芳迪(Vivendi)/环球(Universal)等中也有明显体现，真是让人啼笑皆非。]大家都讨厌重复，但我们却在反复强调一点：溢价支付一直都在发生，并且很大程度上必须归咎于华尔街的投资银行，因为他们没能够做出正确的估值或者在溢价过高时没有劝阻管理层。[3] 而且，我们也并不认为被并购方的投资银行就是卓越的，是他们建议被并购方的管理层待价而沽，因为他们往往不是并购的始作俑者，大部分时候只是被动做出反应而已。

* * * * * *

美国在线+时代华纳+投资银行=价值?

美国在线和时代华纳的合并是有史以来最受质疑的合并之一[尽管《并购》(*Mergers and Acquisitions*)杂志曾将两家公司的合并称为“年度最佳并购”]，实际上，无论从哪方面评估，这场合并对交易双方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的每一个人来说都是糟糕的——除了银行，他们因为建议两家公司不惜一切代价合并而从中获取了巨额报酬，他们包括：为美国在线提供服务的花旗、美林和高盛，为时代华纳提供服务的摩根斯坦利和沃塞斯坦·培瑞拉(Wasserstein Perella)。

这笔高达1 660亿美元的美国历史上最大的并购案，在2001年1月市场最为高涨的时候达成协议并决定合并，美国在线以600亿美元的溢价收购了时代华纳。两年之后，合并以后的公司的市值跌到了670亿美元，每股价格仅为15美元，不足首次宣布合并之时两家公司股价之和的一半。这完全不是并购方股东所愿意看到的情形。无论如何，事情的起因在于美国在线为时代华纳支付了过高的溢价(显然，这是它的投资银行机构拿的主意，实际上，提供这种相差千里的建议不过是投资银行机构谋生的手段罢了)；其次，美国在线无法使合并以后的公司在传输与内容方面形成协同效应，而形成协同效应本是它们合并的基础之所在；再加上相互冲突的内部政策、混乱的组织结构和TMT泡沫的破灭，最终导致了灾难的发生。

这笔交易基本上变成了两个极具影响力的知名企业的简单组合，而不是一个企业的整合(不必在意《并购》杂志在"年度最佳并购"颁奖会上热情洋溢的评价："美国在线和时代华纳的合并是两个巨人之间的结合，美国在线时代华纳的诞生标志着全球商业发展中的一个新时代，没有其他任何一项并购更能诠释这样一个新时代的到来")。在做出合并决定以后，当时存在着许多的不确定因素，包括如何创建新的竞争优势来增加企业价值，如何整合不尽如人意的组织架构，等等；此外，还存在巨大的财务压力，管理层不得不仓促决定出售哪些资产，以卸下沉重的债务包袱，避免公司落入业绩急剧下降的境地。合并事实上的失败敲响了公司管理人员的丧钟，特别是对前美国在线的管理层人员而言，四个最高层管理人员中有三个先后离职(主席、首席执行官和联席首席营运官)，其他一些高级经理层人员也在公司合并先后失去了职位。此后不久，合并后的公司管理层决定把"美国在线"几个字从公司的名号中删除，他们觉得加上"美国在线"使得公司的名号显得过于冗长，不利于更加广泛地进行市场营销。显然，这也完全不是大家在美国历史上最大的并购交易达成之时所愿意看到的。当然，这也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更加充分地肯定了该公司许多人当时所做出的判断:这项并购从一开始就注定要失败,更何况以1 660亿美元的天价并购。

完全应该承认,促成这笔交易的美国在线和时代华纳的管理层必须承担责任(也包括批准这项合并决议的董事会成员和股东们),没有他们的参与,这场注定要失败的联姻就不会发生。然而,是银行家们,尤其是为美国在线提供服务的银行家们引发了这场风暴,当他们为美国在线的董事会和管理层提供咨询服务,并向他们提交公允意见时,或许断言600亿美元的溢价是比较公允的。但事实证明完全不是这样。显而易见,投资银行家们的主要职责,就是要帮助客户寻找合适的并购机会,或者当他们面对被并购方内部虚构或伪造的信息时,应该要深入地调查研究,确定哪些部分有它的意义,哪些部分与预想不相吻合,以准确地判断真正的溢价应该是多少。投资银行家们不应该敦促客户不惜代价地做出一个愚蠢的决策,但这样一种不惜代价的思维定势确实存在,而且在引人注目的并购交易中更容易发生。任何一项数百亿美元的并购,对投资银行家们而言都意味着异常丰厚的佣金,因此,他们有着非常强烈的欲望去撮合它们。投资银行家们会建议企业的高级管理层,不要进行一项溢价过高的巨型并购交易么?毋庸置疑,勤奋、谨慎而机警的投资银行家应该这样做。从事投资银行业就应该为并购企业创造价值,而不能仅仅为了获取佣金和薪酬,去敦促客户不惜代价地并购。

* * * * * *

有时候,银行家们的做法却恰恰相反,他们不是极力撮合并购交易,而是如果他们揣测到管理层并不愿意进行并购,他们也跟着贬低并购的意义。即使并购的价格公允合理,而且符合股东的最佳利益,他们也完全按照董事会和管理层的意见行事。这样的例子很多,仅仅举出其中微不足道的一个:当时出版公司麦克米伦(Macmillan)的管理层不希望公司被要约收购,因此,当收购方首先给出每股 64 美元,后来给出 73 美元,再后来给出 80 美元的价格时,他们都认为收购价太低,他们的投资银行沃塞斯坦·培瑞拉(Wasserstein Perella)的银行家们也随声附和,支持他们的决定,尽管该银行已经评估出麦克米伦的价格应该在每股 63～68 美元之间。

当然,这也并不完全是银行家们的错。是客户企业的管理层和董事会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成员签字同意进行并购，他们也应该负有相应的责任。如果他们不同意执行华尔街为他们推荐的并购方案，并购就不可能发生，因此，他们也必须对此负责。但是绝大多数的并购是由那些极富创造力、渴望赚取佣金的银行家们发起的[正如前高盛总裁和美国财政部长罗伯特·路宾(Robert Rubin)所说："合并风潮，不必问它是否对社会有益，都源自华尔街"[4]]。华尔街刺激了并购交易的发生，这当中有成功的，但失败的更不在少数。

特殊目的实体、财务报表粉饰与税负规避

华尔街也为企业诸如海外特殊目的实体(offshore SPEs)、表外项目交易、关联方交易、财务报表粉饰和税务筹划等更加鲁莽和隐讳的交易提供咨询建议，其中一些建议不尽如人意。尽管他们提供的建议大部分都是合法的(虽然它看起来很值得怀疑)，但有一些却是不恰当的，甚至是违法的。例如，银行机构不时建议他们的客户设立特殊目的实体或海外分支机构，并与之交易，这些机构通常位于税负极轻而且管辖宽松的地区。特殊目的实体很有用，因为它能够获得较为优惠的税收待遇，并且极不透明，很隐蔽，能够躲避监管当局的注意。当然，这并不是说特殊目的实体掩盖了什么违法行为，或者说设立特殊目的实体的企业做了什么不正当的事情，只是说没人有必要去解释特殊目的实体到底操作了些什么，它们经常只是在财务报表的附注中稍作说明，而这是没有人会用心去研读的。银行有时候建议客户利用特殊目的实体来进行结构性融资(比如资产证券化和贷款)或资产价值货币化。在大多数情况下，这样做没什么问题，即使有点过于复杂和难懂，但有时他们的做法却有违法规或与法律的实质相冲突。外部的股东很难弄清楚真相到底是怎么回事，事情甚至会发展到不可控制的地步，我们前文所提到过的埃菲亚(Adelphia)、泰科(Tyco)、安然(Enron)、帕马拉特(Parmalat)等公司就出现过这种情况。

* * * * * *

约塞米蒂和马霍尼亚：借还是不借？

当安然帝国在2001年12月轰然倒塌的时候，它成为了美国企业发展史上最大的破产企业之一。这家位居财富世界500强第7位的跨国企业，是随着它欺诈的面纱被揭开而崩塌的。相关专家花了大量的时间才弄清楚安然欺诈的整个情况，当最终的调查结果呈现在公众

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面前的时候，整个情况真是让人咋舌：自我交易、利益冲突、伪造财务报表、松散的内部控制、无效的审计、撒谎、欺骗，任何可以被操纵的东西都被操纵了。当然，这其中少不了华尔街，他们为安然做了一些不该做的事。是不是银行直接导致了安然的倒塌？也许不是。应该是安然自身的部分高级管理人员所做的一些表面看似再正常不过的事，把公司推上了毁灭之路（此时，许多安然的董事们可能正在得克萨斯州温暖的阳光下打盹呢）。当时银行家们在考察和解释他们与安然所正在进行的业务时，是不是应该更加直接和勤勉？答案是肯定的。而且，如果事情已经清楚地表明，他们当时正在做的事情完全值得怀疑，银行家们是不是应该立即悬崖勒马呢？绝对应该如此。然而，他们不但没有悬崖勒马，而且最终把事情弄得更糟。限于本节的主题，我们暂且只考究一下约塞米蒂（Yosemite）和马霍尼亚（Mahonia）这两个特殊目的实体，他们曾经常被用来粉饰安然的财务报表。有关安然与华尔街更详细的业务关系，留到第六章再重点阐述。

约塞米蒂和马霍尼亚是两家特殊目的实体，他们与安然有着大量的预付账款互换交易。早在 1992 年，约塞米蒂（由花旗设立）和马霍尼亚（由摩根大通设立）就通过预付账款的形式成为安然最大的债权人之一。借贷资金给安然肯定没有错（至少在早期，尚没有发生危机之前是如此），并且许多金融机构也同样为安然提供贷款。所不同的是，约塞米蒂和马霍尼亚是以预付账款的形式借贷资金给安然，实际上并没有被记入贷款科目，而记入与“价格风险管理活动”相关的科目，因为这种交易是通过表外资产互换合约来完成的。这样处理就意味着安然的财务报表远没有反映出它实际的债务水平，并且由此产生的现金流在现金流量表中表现为“经营性现金流”，而不是“融资性现金流”，两者都有助于掩盖公司真实的财务状况。事实上，从 1997～2001 年间，预付账款一直是流入安然的最大的单笔现金流（仅仅在 1997 年，花旗就为其做了 60 笔预付账款交易，占到安然现金流量的 76%）。尽管这种预付账款交易规模巨大，但银行以外的大部分人对此都知之甚少。

那么，这些交易又是如何运作的呢？我们以约塞米蒂为例，花旗专门为安然创立约塞米蒂，以便安然的预付账款交易活动能够从资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的投资者(而不是花旗)手中融得资金(花旗借贷给安然的资金巨大,需要承担的信贷风险已经非常高)。投资者购买约塞米蒂发行的债券,约塞米蒂把募得的资金转付给一家由花旗控制的、位于开曼群岛(Caymans)的、名为三角洲(Delta)的经济实体,然后三角洲再将资金转付给安然。与此同时,石油、天然气以及其他商品以相反的方向运动,从安然流转到三角洲,再从三角洲流转到花旗。一段时间以后(几个月或者数年之后),安然再通过三角洲把资金转到约塞米蒂账户,由约塞米蒂偿还给债券投资者(同样,石油等商品向相反的方向流动,安然就是这样反复操作的)。如果把交易中的商品元素去掉,我们就可以清楚地看到,这种交易仅仅是增加了安然的负债而已。安然与马霍尼亚的交易也是以同样的方式运作的。由此产生的现金流常常具有表外交易项目的特质而纳入经营性现金流,虽然这从会计处理上来说是合法的,但实际上他们是通过负债获得的,应该记入融资类项目。

最糟糕的或许应该是花旗和J. P. 摩根明明知道这些交易都是借贷交易,却从没想过要告知任何人。他们内部的电子邮件说明了这一切。从摩根发出的电子邮件说:"交易为安然提供了一种机制去……用贸易应付账款来代替长期负债","安然喜欢这类交易,因为这些交易能够使融得的负债瞒过股票分析师的法眼,因为他们……将负债记为递延收入或者……把它们隐藏在贸易应付账款中","它们应该被看作是伪装的贷款,事实证明也确实是如此"。花旗的资本市场审核委员会发出的电子邮件说:"尽管这种交易实质上是一种贷款,然而,交易的形式却可能使得客户以价格风险管理活动所产生的应付账款的形式反映在他们的……资产负债表上","交易仅仅为了实现对现金流的操控"[5]。(继续啊,伙计们!)银行机构为什么会这么做呢?为了维持安然体系的运转,为了赢得安然新的业务,为了继续获得安然的酬金。从1997～2001年间,花旗从安然赚取了1.88亿美元,摩根赚取了9 600万美元。这些都是真金白银,也是银行机构坚持为安然提供各种贴身服务的强大动力。

公正地说,并非只有花旗和摩根参与安然的虚假交易。他们不过是参与者最大的两家而已,创造了超过80亿美元的"隐藏负债"[其中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花旗有50亿美元，包括经由约塞米蒂的24亿美元，其余26亿美元经由叶欣罗(Jethro)、尼克松(Nixon)、罗斯福(Roosevelt)、杜鲁门(Truman)和其他一些实体；摩根35亿美元]，福力特波士顿银行(FleetBoston)、瑞士信贷第一波士顿银行(CSFB)、巴克莱银行(Barclays)、加拿大帝国商业银行(Canadian Imperial Bank of Commerce, CIBC)和德意志银行(Deutsche)等也参与了其中[值得注意的是，他们设立了很多不同的特殊目的实体，以达成特定的目的。例如，巴克斯(Bacchus)和桑德斯(Sundance)是两家由花旗设立的，以帮助安然虚增其纸浆业务价值的特殊目的实体；夜鹰(Nighthawk)和纳汉尼(Nahanni)是两家由花旗设立的，以帮助安然粉饰其少数股东权益的特殊目的实体；勇敢心灵(Braveheart)是一家由CIBC设立的，以帮助安然转移其与布劳巴特(Blockbuster)的业务收入的特殊目的实体，等等。并且银行机构并不仅仅只为安然安排这类交易，他们还为其他公司提供类似的服务，比如太平洋燃气电气(Spacific Gas and Eelectric)、杜克(Duke)、菲利普(Phillips)、威廉姆斯(Williams)、埃尔帕索(El Paso)、迈朗(Mirant)、戴内基(Dynegy)，等等。因此，多亏这些乐于与人方便的银行家们，才使得大批企业都在玩这种无聊的数字游戏]。如此多的企业没有如实报告他们的经营业绩，表明问题确实非常严重；要不然，很多问题在安然申请破产以前就该被发现了，很多损失也就因此可以避免。

当然，一旦问题最终爆发，华尔街(不，应该是华尔街的投资者)不得不为此付出代价。花旗和摩根因为“协助和怂恿”安然通过约塞米蒂和马霍尼亚操纵财务报表(以及其他一些交易)受到美国证券交易委员会和纽约州政府的指控，他们为此不得不支付3亿多美元以平息诉讼。同样，CIBC也为此付出8 000万美元。最初，银行机构都试图推脱责任，声称他们不应该为客户所进行的融资交易负责，但是管理当局并不理会这一套。曼哈顿区总检察长罗伯特·摩根索(Robert Morgenthau)在该案的结案发言中指出：花旗和摩根是在有意识地协助安然掩饰其负债的整体状况；他同时强调，他希望这两家银行进行彻底的内部检查，以确保“虚假行为”不要再发生——我们都希望能看到那么一天！《华尔街日报》(*The Wall Street Journal*)的一篇特别报道对该事件的实质做了十分精彩的概括：“对于那些接应抢劫犯逃离现场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的驾驶员来说，他们没有理由说不知道戴着面具的家伙在银行出纳窗口干什么。”[6]

* * * * * *

银行机构有时也会根据客户的具体情况，帮助客户用更加微妙的方式使他们的年末财务报表显得更加漂亮，这些处理方式通常称之为财务报表粉饰。他们会为客户安排一些交易，将收益或现金流从一个会计周期转移到另一个会计周期，或者帮助客户改变投资组合，重新处置客户企业的某些资产、负债，以及或有事项等，以让财务报表看起来比实际的情况要好。粉饰财务报表的最终目标是帮助客户达到一定的盈利目标，或者是使财务报表所显示的负债更少或资产的流动性更强，而这一切无非是为了使客户企业的股票价格继续走强。日本企业一直具有热衷于粉饰财务报表的传统（当然，这对日本的证券公司和华尔街的大型金融机构而言，意味着重要的业务机会）。财务报表粉饰在很多美国公司和共同基金中也很流行，他们希望自己的季度财务报表看起来更加稳定、更加合乎情理。有一些财务报表粉饰的手段在会计处理上是合法的，只是不合乎道德规范，然而，有一些手段却完全是违法的，例如，将资产转移到银行或托管给财务报表不合并的海外特殊目的实体（但这些暂且留到第六章再详细探讨）。任何协助客户进行财务报表粉饰的银行，就算其行为合乎法律规范，也无不是在协助客户篡改事实，迷惑投资者，其目的无不是为了赚取佣金。

华尔街的金融机构也认识到，建议客户对他们的业务施展一些手段（一般通过海外的 SPEs），就可以使他们的税负最小化（或者说规避税负，甚至可以肯定地说，是逃避税负）。企业毕竟总是希望减轻自己的税务负担，银行也就创造了很多巧妙的方法来帮助企业实现他们的想法。有时候，银行的行为超越了他们应该遵从的界限，而引发了美国国内税务署（Internal Revenue Service，IRS）的极度不满，但为了赚取丰厚的佣金，银行机构甘愿冒险得罪 IRS。因为华尔街的银行机构发现，安排结构复杂的交易将应税收入转移到其他地方，是相当有利可图的业务。银行有时候按所规避税额的 20%～40%收取交易佣金，这就是说，如果替客户规避1 000万美元的税负，最高可获取 400 万美元的佣金，规避 1 亿美元税负，最高可获取4 000万美元佣金，这真是一个不小的诱因。对银行机构来说不幸的是，美国国内税务署已经觉察到了银行筹划的许多税收规避行为，并且明文禁止许多这类行为（然而，这也只不过是意味着银行不得不从其他的角度来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更详细研究税务法典，以找出其他一些可以巧妙规避税负的手段）。

* * * * * *

与美国国内税务署玩"猫鼠游戏"

保守地说，安排避税交易一直是华尔街的一项重要业务，一些极为激进的银行机构甚至在美国国内税务署的眼皮底下，也倾其所能为客户隐匿应税收入。当然，税务支出最小化是企业追求的合法目标，而且税法中也确实存在一些"灰色地带"，这取决于人们如何理解。华尔街就是利用这些灰色地带尽可能地为客户减少税负的。美国国内税务署总是要落后华尔街一两步，只好想方设法尽力跟上。1986 年，美国国内税务署禁止了许多仅仅为规避税负而成立的合伙制税负掩蔽体。这些掩蔽体在 20 世纪 70 和 80 年代早期曾一度很流行，其中许多是由会计师事务所和律师事务所而非华尔街的金融机构创造。但到了 90 年代，原本徘徊在税负规避业务边缘的银行家们已经深涉其中，并使得税负掩蔽体的结构更加复杂化，也更加难以察觉——这也意味着美国国内税务署因此损失了更多的税收。直到 1997 年国会通过了"反掩蔽体"法（当然，这并不意味着企业间巧妙的避税交易会被终结，他们只不过是以其他更隐蔽的方式进行而已）之后，美国国内税务署的失地才开始得以逐步收回。

90 年代版的"猫鼠游戏"(catch-me-if-you-can)交易有着很多不同的组织形式，但绝大部分交易的核心在于：以掩蔽体公司创造账面损失，再将这些账面损失转计到资本的实际收益中，从而使得客户企业应负税金减少。这些掩蔽体公司的存在往往只是为了创造账面损失以达到规避税负的目的，法院最终禁止了它们的使用。当掩盖真相的烟雾消散以后，一切都变得非常清楚：企业们这样做就是为了尽可能地使自己支付给美国国内税务署的税金低于他们原本应该支付的税金。换言之，个体纳税人不幸地在为这些企业的避税行为买单。一些经济学家估计，因为企业的税负规避行为，美国国内税务署可能损失了近 300 亿美元的税收收入。

让我们来看一些具体的例子：1997 年 4 月信孚银行(Bankers Trust)为安然创立了一个新的避税掩体——"斯蒂尔工程公司"[(Pro-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ject Steele)，或许银行当时拼写错了，实际上应该叫"偷盗工程公司"(Project Steal)才对]，以掩蔽安然的应付税金(当然，信孚银行与安然签署的合作要约中，依照惯例含有声明不承担法律责任的条文，但值得注意的是，只要美国国内税务署通过的任何法律要求该类交易必须以税负掩蔽体进行注册，任何此类协议都将是无效的)。通过斯蒂尔工程公司，信孚银行把隐蔽的有抵押证券(mortgage-backed securities，MBS)转移给一家叫做ECT投资合伙公司(ECT Investing Parters)的海外特殊目的实体，这家特殊目的实体由信孚银行和安然共同拥有。由于ECT是两家公司共同拥有，两家公司都按他们所持有的股份计提了ECT的证券投资损失(安然计提了7 800万美元，信孚银行也按其所占的股份计提了损失，并外加1 100万美元的佣金损失，偷逃的税负倒还不算严重)。然而，对信孚银行、安然和其他许多公司而言十分不利的是：1997年8月，国会通过反税负掩蔽体法案，要求华尔街的金融机构开始披露他们的税负掩蔽体组织，包括像ECT/斯蒂尔(Steele)这样的避税载体；这使得他们必须接受美国国内税务署的审查，一旦被发现有违反税法的行为，就必须按法律要求弥补少缴纳的税负。为此，信孚银行签约位于华盛顿特区的知名的俄金·噶朴(Akin Gump)律师事务所，以100万美元的佣金聘请其为斯蒂尔体系存在的合法性发表辩护意见。该事务所的律师们也的确发表了有利于信孚银行的意见："企业税负掩蔽体法案最近新增的条款不应该适用于斯蒂尔工程公司"。但事与愿违，信孚银行与安然的避税交易以及支持该交易的法律意见最终成为人们争相讥讽的对象，斯蒂尔存在的合法性也被否决(一家公司不能仅仅为了计提损失而去购买另一家公司)。作为最后的努力，安然和信孚银行曾极力宣称ECT应该是合法的，因为ECT具有合乎法律要求的经营目标——为安然"获得经济收入"。他们的努力值得尊敬，但终究不能获得支持。

当然，帮助企业偷逃税负的并非只有信孚银行一家，包括美林、贝尔斯登和德意志银行在内的许多银行也都参与过同样的把戏(律师事务所和会计师事务所也是其中不可或缺的参与者)。实际上，早在20世纪80年代后期和90年代初期，美林就因为帮助多家蓝筹股公司——诸如联信(Allied Signal)、惠氏[Wyeth，前美国家庭用品(Amer-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ican Home Products)公司]、霍尼维尔国际(Honeywell International)、伯伦瑞克公司(Brunswick Corporation)、先灵葆雅(Schering Plough)和高露洁·棕榄(Colgate Palmolive)等——规避税负而在媒体上曝光。虽然每次规避税负的方式各有特点,但操作的基本前提与斯蒂尔工程公司并无差异,即通过创造账面的资本损失来抵消实际运营中产生的资本收入。但惠氏的税负规避交易相当复杂,还产生了长达数年的法律纷争。为了获取700万美元的佣金,当时美林建议惠氏公司在海外成立一家关联公司——博卡投资(Boca Investerings),为其在美国本土的业务制造账面损失,这样,该公司所产生的损益将为惠氏带来相当可观的税收收益。惠氏在荷属安的列斯群岛(Netherlands Antilles)成立了这样一家子公司,而且持续操作了很多年,直到美国国内税务署开始审查该公司存在的合理性。美国国内税务署审查后认为,博卡投资公司存在的惟一使命就是获得规避税负的收益,要求惠氏公司返还2 260万美元用以缴付不足的税金,并支付罚款和利息。惠氏公司为此进行了抗辩,并诉诸法庭。2001年10月法庭判定美国国内税务署败诉,并要求向博卡投资公司退还相关款项。但事情并没有就此结束,美国国内税务署紧接着向美国上诉法院进行了上诉,上诉法院推翻了原法庭的裁决,认为惠氏公司必须偿付2 260万美元用以缴付不足的税款。最终,惠氏公司不得不缴付不足的税款。事实上,主审法官认为,由美林和惠氏设立的博卡投资的运营公司完全是“虚假的”。美林的其他一些客户在上诉法庭败诉后,不得不偿还缴付不足的税金,并支付罚款。美林本身也因为协助设立税负掩蔽体而向美国国内税务署支付罚款。

这种典型的税负规避咨询业务似乎已经走到了它的尽头。但偷逃税负风潮是否还会再现,结论为时尚早,因为华尔街永远都会有下一轮。(顺便提一下,在2003年,就有好几家大型银行机构因为牵涉掩蔽数十亿美元税负而受到责难。他们在对股利收入免税或者征税较轻的地区注册成立投资公司,然后把银行的贷款和其他资产转移到这样的投资公司,并用这些资产所获得的利息收入来支付股利——在加利福尼亚州,股利在母子公司之间转移是不征税的;在纽约,股利收入所得中仅有40%是征税的。在银行掩蔽税负的行为被发现以前,他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们所转移的收入总额高达170亿美元，巨大的税负就这样被规避。）

* * * * * *

然而，就算银行从事了一些不正当的业务，比如帮助客户利用不正当的特殊目的实体进行融资或逃避税负，他们所受到的损害也仅限于自身的声誉有所降低或者承受一定的罚款，不会有其他更严重的后果。对于监管当局来说，要查出并揭露银行的欺骗行径是非常困难的。这就是说，银行不一定会吸取到深刻的教训，违规行为还会重复发生。如果监管当局想要证明欺诈行为确实存在（例如，他们在查实美林、花旗和摩根从事预付账款、虚假交易和资产转移托管等不当交易行为时，显然就是要证明他们的欺诈行为确实存在），就必须拿出有力的证据，至少要证明银行“轻率地疏忽事实的真相”，更大的可能是监管当局必须证明银行“实质上知道”客户有欺骗的意图，而事实上这是很难做到的。最终结果如何？罚款或是受到轻责，但通常是无抗辩认罪，也仅此而已——直到欺诈再次发生。

问题的关键在于，华尔街本应该为提高企业的价值而向他们提出良好建议。然而，华尔街也向企业提出了一些极为糟糕的建议，结果只能适得其反。无论是错误的，还是有违法律的建议，客户企业和银行的投资者都会因此遭受损失。

糟糕的投资咨询建议

机构投资者——共同基金、养老基金、对冲基金、信托机构、企业、非营利组织——是华尔街的重要参与者。甚至在1975年5月1日证券交易的固定佣金制度被取消（这压缩了零售业务的盈利空间）之前，大型机构投资者就已经是华尔街的中坚力量之一。第一家共同基金创立于1924年，随后稳步发展，到20世纪60年代，共同基金业已成为金融部门的重要支柱之一。养老基金在20世纪30和40年代开始进入市场。共同基金、养老基金与对冲基金、跨国公司，以及州（市）政府一起，买入了华尔街一级市场上发行的许多证券，并在二级市场上进行日常的买入卖出操作。他们同时也是衍生金融工具、杠杆结构、指数产品和投资组合最优化等各种金融产品、金融操作方法和技术的重要使用者。然而，尽管机构投资者很重要，他们却常常处于不利的境地；如果我们细究一下华尔街为这些大型客户所提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供的极其糟糕的投资建议，华尔街的不足之处就会很清晰地展现在我们眼前。

在我们继续深入探讨之前，我们有必要区分一下各种不同类型的投资者。有一些机构投资者非常老练，对风险控制、投资组合管理、金融杠杆和衍生金融工具的运用都有着很好的理解。当然，这并不是说他们总是能正确地管理他们的投资，但至少他们对其投资的所有方面都有着基本的了解。他们能够独立地确定那些不过于复杂的结构投资的价值，通常也能够自己管理风险。这种类型的机构投资者包括对冲基金、组织良好的大型养老基金和投资基金。有些机构投资者相比之下没有那么内行，他们虽然也是金融市场上的积极参与者，懂得怎样使用各种不同的投资策略，但如果没有外界的帮助，尚没有足够的技术去确定结构性票据或复杂的互换交易的价值，这意味着他们在一定程度上还得受到华尔街的支配。这种类型的机构投资者包括共同基金、保险公司，以及拥有投资相当活跃的财务中心的跨国公司。还有一种类型机构投资者就是根本不懂得投资的“孤寡”投资机构(widows and orphans set)。他们有着大量的现金，但是不知该如何去投资。他们不清楚现值和未来价值、可买回债券和可卖回债券、抵押担保债券(collateralized mortgage obligation，CMO，一种有抵押债券的组合)和贷款担保债券(collateralized loan obligation，CLO，一种企业贷款的组合)有何区别。这意味着他们是华尔街某些不正经投资银行侵窃的主要对象。这种类型的机构包括市政投资机构、非营利性组织、捐赠基金和一些没有金融或资金管理专业知识的小型企业。因此，大致而言，上述三种类型的投资者构成了华尔街机构投资者的主要群体。

华尔街总是在不停地寻找新的机构投资客户，以向他们推销各种金融产品。他们会提出一些投资计划，把它们推销给所有现有的及潜在的客户，并尽可能诱使客户接受他们的投资计划；与此同时，他们又向客户的竞争对手推荐同样的投资计划(一旦听闻自己的主要竞争对手采用了此种投资计划，他们或许会以同样的方式跟进)。如此种种，周而复始，直到整个行业都涉及了相同的投资业务(当然，往往是投机性的业务)。这样，这些所谓的“热门客户部门”(hot client sectors)就成为了华尔街倾销的对象，无论什么金融产品都向他们大力推销。这种情形能够持续几个月，甚至几年，时间长短取决于具体投资计划的潜在破坏性和整个市场的表现。一旦情况变糟(实际上，情况总是会变糟)，所有进行了相同投资业务的机构客

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户就会在同一时间蒙受损失。事实上，数十年以来华尔街一直都在延续着这样一种模式。在19世纪20年代，银行机构敦促投资者购买存在欺诈或投机行为的运河公司的股票；在19世纪40和50年代，银行机构建议投资者购买管理失控的铁路公司的股票；20世纪20年代，工业企业（以及小型投资者）被引诱去购买由摩根、高盛和狄龙·里德（Dillon Read）发起的高负债的投资信托基金，这些信托基金只不过是庞大的、高负债的庞氏骗局（Ponzi scheme），最终都崩溃了。最为臭名昭著的信托基金骗局，当属高盛成立的高盛信托基金公司，这家野心勃勃的金字塔式基金公司拥有雪兰多信托基金（Shenandoah Trust）和蓝脊信托基金（Blue Ridge Trust）等其他多家信托基金。在1929年的股市大崩盘中，这些高负债的金字塔式信托基金经营不善，最终一切都灰飞烟灭。当这些基金的股票价格从326美元暴跌到2美元时，4万个机构和个体投资者损失了3亿美元。高盛也因此招致大规模的诉讼，诉讼几乎耗尽高盛的资本，也损毁了它的声誉，好多年都不能恢复。类似的金字塔式信托基金一直到20世纪60年代还相当普遍，每次都给其投资者造成了相当大的损失。

现代金融业飞速发展，20世纪80年代通过的《甘恩·圣·哲曼储蓄机构法案》（Garn-St. Germain）放松了对非银行的储蓄借贷机构（S&L）的监管，最终导致了严重的后果。被放松监管以后的储蓄借贷机构如饥似渴地追逐华尔街出现的所有高风险的金融产品，包括垃圾债券（储蓄借贷机构10%的资产最终投入到了垃圾债券中）、抵押担保债券（CMOs）、抵押衍生证券、风险极大的掉期业务和融资收购银团贷款（LBO syndications）等；他们投资的大部分资金都来源于有华尔街背景的经纪机构所介绍的存款。在20世纪80年代后期和90年代早期，日本的“隆兴”（tokkin）基金、保险公司和制造企业都热衷于使用各种金融工程手段进行财务管理和投资，这些金融管理手段都基于华尔街新创的金融工具，比如新股发行套利、分割式可转换债券、股票衍生证券，以及历史汇率计价展期（Historical Rate Rollover，HRR）等。在20世纪90年代中前期，许多国内和国际企业以及市政府/州政府基金，遵循华尔街的咨询建议，为了追寻超额的盈利机会，纷纷投资抵押担保债券（CMOs）、衍生证券和结构化票据（这些金融产品大部分以杠杆化利率和新兴市场的货币为基础，蕴含着较高的风险）。在20世纪90年代后期，对冲基金进行了大量的利率差额交易（carry trade），他们也采用激进的波动性策略（volatility strategies）和超高的杠杆结构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(superleveraged structure)，承担着极高的可兑换风险(convertiblity risks)。在新千年到来之际，所有的机构投资者纷纷涉足指数和个股投资，承受着指数和个股波动的风险。在上述每一次投资风潮中，华尔街都倾其可能地向他们的机构投资者推销各种投资组合。不幸的是，每一次投资风潮都引发了市场的混乱，每一次都使得大批的投资者蒙受损失。但这不要紧，银行机构总是能够发掘其他新的客户，来继续推动新的投资风潮。

那么，银行机构到底给出了什么样的咨询建议呢？华尔街的销售人员究竟在推销些什么东西呢？从一般的到极其复杂的、从安全的到有风险的、从非杠杆化到高度杠杆化的投资计划，无所不包。有时候，机构投资者销售人员(他们负责招揽潜在的客户，与他们建立业务关系，并最终完成交易)会推销一些风险很低、但回报也很低的投资方案，譬如建议客户购买某些股票或债券以长期持有，或投资低风险的套利交易[例如，在收益率趋同的新发行(on-the-run)国债与过往(off-the-run)国债之间进行非杠杆式的套利交易]。有时候，他们会推销一些风险稍大、但即使对相对不成熟的投资者而言仍易于理解的投资方案，譬如建议客户用美元购买以外币发行的债券，但没有建议客户采取外汇风险规避措施(意味着客户至少需要承担两方面的得利或者损失)，或者建议客户购买股票、债券或指数期权(意味着在这类投资项目中，杠杆效应会发生一定作用)，或者建议客户投资贷款担保债券余额(CLO residuals)或者次级抵押担保债券(subordinated CMO)。有时候，他们也推销风险很高的投资方案(这些投资方案应该推销给那些没有心脏病，能够经受打击，无惧失败的人)，譬如他们建议机构投资者去购买一些弹性很强的结构化票据(这些票据的利息计算方式极其复杂，付息方式晦涩难懂，而且有多重杠杆作用)，或者建议他们在波动性很强的市场上卖出无担保的期权合约，或者建议他们买进或卖出支付比计算方案极其复杂的特种期权[例如，某种受三重因素影响的期权，它与金融时报 100 指数(Financial Times-Stock Exchange 100 Index)的波动性紧密相连，又以 30 年期英镑金边债券(sterling gilts)的价格设置了界限挡板，同时还与日元的走势相联动]。后面的这种类型风险投资工具，只应该推销给一小部分非常成熟的机构投资者，他们对他们正在进行的投资十分清楚，也能够承担潜在的巨大损失(尽管如此，交易中也应该有适当的风险披露、不利情景分析、高层次客户认证、风险警示、定期重新估值，以及定期彻底调整价格)。但有时候，因为贪婪的华尔街人想赚取金钱，他们也会把高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险的金融产品销售给那些并没有真正理解这些产品的投资者。试想一下，如果德梅因市(Des Moines)的一家非营利性机构愿意购买这些对他们来说毫无益处的高风险的金融产品，华尔街的人士会劝阻他们不要那么做吗？答案很可能是否定的，因为过去所发生的一切足以证明这一点，实际上，销售人员甚至会想方设法让他们觉得这些金融产品异常简单而欣然接受。为了把上述这些观点阐述清楚，我们将从金融杠杆、衍生证券和其他高风险的金融工具等三个方面探讨华尔街糟糕的机构投资咨询建议。

金融杠杆

“杠杆”是华尔街用来表示借贷的专业词汇。它有着很多不同的表现形式，一般的金融杠杆如贷款、债券、附条件买回协议(Repurchase Agreement，REPO，一种有抵押的短期借款)等，更为隐蔽的金融杠杆如附有利息/股息支付方案的结构性票据，自动杠杆化的内嵌期权(embeded options)等。不论以什么形式出现，它都有放大收益或损失的功效。如果以100美元购买票面价值为100美元的债券，如果债券的市值上升到101，那么投资回报率就是1%；如果购买债券的100美元中有50美元是借来的，那么债券市值上升1美元，就意味着2%的投资回报率(不考虑借贷成本)；如果这100美元中的99元都是借来的话，那么投资回报率将是100%，也就是出资1美元，获得1美元收益，同理，如果出资100万美元，则获得100万美元的收益，出资1 000万美元则收益1 000万美元，这听起来似乎非常有诱惑力！然而，如果价格下跌1美元，那么损失率就是100%，如果下跌10美元，那么损失率就是1 000%，也就是说，出资1美元，却损失10美元，如果出资1 000万美元，则损失的将是1亿美元。这是非常严重的损失。这就是金融杠杆的奇妙之所在，它在华尔街很多的投资策略中都得到广泛的应用，因为杠杆越高(可能的收益/损失越高)，银行从交易中赚取的佣金就越多，这也是杠杆之所以得名的缘由之一。

推销杠杆化的投资方案是华尔街机构投资者销售人员的常规工作之一。20世纪90年代流行的主要投资方案(这些投资方案如今仍然存在，只是更加隐晦而已)就是在结构性票据和或债券中嵌入金融杠杆，这些票据和债券常常有着漂亮的外表(例如发行商的信用级别为AAA级)，而其内部却充满了各种非同一般的机关，譬如支付型息票中包含了很多极为荒谬的金融杠杆，杠杆的放大倍数有5、10、15倍，有时甚至高达100倍，这意

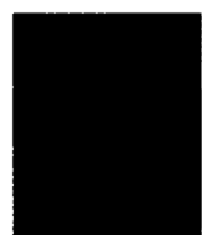
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

味着如果情势向好的方向发展，就可能获得巨大收益，而一旦情势变糟，则可能遭受非常严重的损失（有些结构性票据息票的设计，建立在某些超乎寻常的衍生证券的基础之上，这暂且留到本章最后再作探讨）。在20世纪90年代中前期，华尔街发现结构性票据是促使机构投资客户（以及一些零售客户）参与金融市场交易的极为方便的方式，并且客户的相关利益方（例如，客户的投资者和监管当局）也乐于接受。随着《证券交易委员会415条款》(SEC Rule 415)的颁布实施，20世纪80年代后期，证券发行中的暂搁注册（Shelf Registration）机制得以出现，发行商只要发布一个简短的通告就可以销售暂搁的证券（off the shelf），1990年《证券交易委员会144A条例》(Rule 144A)的通过使私募证券的发行和交易变得更加容易。上述两项法规的施行提供了结构性票据发行的理想条件。例如，依据操作规范，养老基金只能投资信用级别为AA或AAA级证券，机灵的华尔街银行家们只要找到一家信用等级为AA或AAA级证券发行商（当时，世界银行、联邦住房贷款抵押公司（Freddie Mac）、联邦国民抵押贷款协会（Fannie Mae）、学生贷款营销协会（Sallie Mae）和通用电气公司（General Electric）等都发行了大量的票据），询问他们是否愿意以他们的名义代为发行票据（例如支付他们一定的佣金或为他们提供优惠的融资服务），然后在这些票据中并入一些奇异的附属票据，这些附属票据并不是按伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）或国债利率加上一定利差向投资者支付利息，而是按LIBOR利率或3倍LIBOR利率减去一定利差，或者按LIBOR利率的平方，或者按5年期国债利率与3年期国债利率的差额的3倍等诸如此类额利率向投资者支付利息。他们把这些票据作为信用等级为AA或AAA的证券（从信用评级的角度来说，它们的确如此，因为发行商违约的可能性很低）出售给养老基金，根本不在乎一旦利率（或股票价格，或新兴市场货币汇率，或其他资产的价格，因为这些票据与很多波动非常大的参照市场价格相关联）的升降与预期相反，票据的利息/本金可能根本无法收回。这些养老基金的操作，就算与相关投资法规的实质相违背，但与具体的条文并不相背，发行商以低廉的成本融得了资金，银行也从基金的发行中获得了丰厚的佣金。所有的人都从中得到了好处，于是类似的票据越发越多，年发行的规模超过200亿美元、300亿美元甚至是500亿美元。一切似乎都势不可挡，直到利率上升（或股票价格下跌，或货币贬值），票据支付方案中包含的金融杠杆让客户损失了其20%、50%甚至100%的本金。于是，激

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

烈的争吵发生了，怒不可遏的养老基金威胁要对银行采取行动，发行商也变得愤愤不平，因为尽管他们并没有做错什么，他们的声誉却为华尔街的丑行连带的稀泥所玷污。为了缓和养老基金和发行商的怨气，银行不得不悄悄地支付(给养老基金)一些赔偿，并承诺在(为发行商)再次募集资金时给予5个基点的折扣。试想一下，究竟是谁在为此买单呢？银行的投资者们。那些蕴含着极高金融杠杆的高风险结构性票据狂潮如今已经逐渐褪去，但它仍然存在着，只不过是以并不那么明显的形式存在而已(金融杠杆已经，并将继续在华尔街安居乐业)。

当然，金融杠杆不仅仅存在于结构性票据当中。在能言善语的华尔街销售人员的鼓动下，很多投资者都在附条件买回协议(Repurchase Agreement)市场上借入证券，进行纯粹的杠杆式投资。这种投资与结构性票据市场当中投资的效果毫无二致，如果行情趋好，能获得更大收益，而如果行情趋坏，则会蒙受更大损失，在回购协议市场损失惨重的案例也不胜枚举，奥伦奇郡(Orange County)就是其中因为杠杆比例过高损失最为严重的投资者。西弗吉尼亚州联合投资基金(Consolidated Investment Fund)也因为借助回购协议的杠杆效应在长期到期证券市场上进行博利，损失了12亿美元资产中的3亿美元，该州的投资经理们(显然是在华尔街各种交易商的指导下进行投资操作)当时正寄期望于利率下降。然而，如果情势向相反方向发展，他们的投资就会面临非常高的风险。最终，不利的情势成为现实，利率上升了，投资组合经理为了满足回购市场上的保证金要求不得不卖掉证券，购买该基金的州内投资者开始恐慌并纷纷抛售该基金，导致基金急剧下降，最终亏损了25%。于是，西弗吉尼亚州决定起诉美林、高盛、所罗门和摩根斯坦利，声称导致他们产生巨额损失的直接原因是基于过高杠杆效应的不适当投资策略。美林、所罗门、高盛决定和西弗吉尼亚州达成庭外和解(极不情愿地掏了2 800万美元)，只有摩根斯坦利态度强硬，决定应诉。对涉及其中的每一个人来说，这都不是一段愉快的经历(而且，在西弗吉尼亚州，华尔街的银行或许也不是那么很受欢迎了)。



对于那些懂得金融杠杆可能带来的不利影响的大型机构投资者而言，他们参与高杠杆的投资市场是没有问题的，毕竟美国是一个自由的国度，他们应该有权进行高风险的投资。但对于其他的投资者而言，他们参与高杠杆的投资无疑就是砧板上的肉——只有任人宰割的份，会带来很大的问题。历史事实已经证明，华尔街通常并不会尽职尽责地向投资者充分地解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析清楚不利情势下的损失。它往往不会告诉它的客户，如果债券价格下跌10美元，1 000万美元的投资可能会造成1亿美元的损失。这对于市政基金、不熟悉投资业务的企业、非营利性组织和其他相对不甚专业的机构（也容易受到能言善语的机构投资者推销人员的引诱），如此大的损失可能是致命的。

* * * * * *

华尔街的作风：奥伦奇郡210亿美元的投机

奥伦奇郡是加利福尼亚州南部一个繁荣而重要的地区，因为在市政债券交易中遭受了前所未有的损失，而在金融史上留下了自己的位置。为了更好地说明整个事件，有必要首先介绍一下罗伯特·西春(Robert Citron)，他是该郡的财政司长，也是奥伦奇郡投资基金(Orange County Investment Pool，OCIP)的投资经理。在过去的22年里，西春作为一名出色的投资经理，经常能保持高于市场平均水平的投资水准，为奥伦奇郡的投资者（例如，学校机构、水委员会、市镇机关等）获得了极具吸引力的回报；奥伦奇郡投资基金的长期平均收益率高达9.4%，而其他州的基金只有8.4%。在过去的20年中，奥伦奇郡所有人对西春和奥伦奇郡投资基金十分满意。

时间回到1994年。如果说西春所掌管的奥伦奇郡投资基金的表现是如此之好——他总是能获得比其他基金平均水平要高的收益，并远远高于无风险投资收益水平，那么，他有必要提醒自己，天下没有免费的午餐，那肯定是在承担某种风险。如果不承担风险，就肯定不能获得超额回报率。华尔街的大鲨鱼们是不可能让这种情况发生的，因为他们在不停地寻觅并吞噬任何可能的套利机会。如果套利机会确实存在，那么持续的时间或许只有几秒、几分钟，最多几天，绝对不会是几个月或者几年，更不用说22年了。当时西春肯定是在冒险，不论奥伦奇郡善良的市民们是否愿意承认。何种风险呢？利率风险，事实也证明了这一点。风险主要在于利率变化的方向（认为利率不会上升），当然也有利率曲线曲度变化的风险（认为利率曲线不会变得扁平）。不是信贷风险，不是货币风险，也不是商品风险，只有利率风险——却是非常大的利率风险。西春的投资策略建立在这样一个信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

念上，即利率将延续20世纪80年代后期和90年代初期以来向下的走势，并据此来调整奥伦奇郡投资基金的仓位。如果利率继续下跌，而且沿着较为陡峭的曲线下跌，奥伦奇郡投资基金当然会赚得更多；但如果利率上升，而且沿着较为扁平的曲线上升，那么……

回到华尔街。1993年，在一些殷勤的华尔街机构投资者销售人员和银行家的帮助下，西春并不是仅仅动用了奥伦奇郡投资基金账户上的75亿美元，也并非只购买了政府财政债券；他通过金融杠杆把这75亿美元放大了好几倍。也就是说，他利用原有投资组合抵押借入资金，买进了更多的债券，又利用这些债券作为抵押品融通资金以购买更多债券。并且，他还购买了很多已经杠杆化的结构性票据[例如，逆浮动利率债券(inverse floater)，一种如果利率下降，则支付更多利息，如果利率上升，则支付更少利息的债券]。为了投资20年期的逆浮动利率债券，奥伦奇郡投资基金甚至发行了自己的短期票据。因此，从表面来看，奥伦奇郡投资基金是一个只有75亿美元的基金，但实际上，在美林、瑞士信贷第一波士顿、斯坦利、野村(Nomura)，以及其他一些投资银行的帮助下，奥伦奇郡把它的基金放大到了约210亿美元。这就是西春能够获得高于平均水平的回报率的手段，也是他能够获得英雄般崇拜的原因之所在。但艾伦·格林斯潘1994年2月开始的一系列升息过程终结了这一切，标志着西春和奥伦奇郡投资基金开始走向毁灭。同时，对所有向西春提供结构性票据或为他提供附条件协议回购融资的华尔街投资银行机构而言，意味着他们即将面临一大堆令人头痛的问题。但包括西春在内的很多人一开始都没有意识到问题的严重性，因为奥伦奇郡投资基金是一种“持有至到期”(hold to maturity)的基金，如果它不被迫清偿债券，那么可能仅仅是遭受账面损失而能得以维持，而且如果利率恢复下降的话，一切又会继续往好的一面发展。然而，这一切只有在奥伦奇郡投资基金拥有足够的现金来支付到期债务的情况下才会发生，事实证明，它根本没有足够的现金流。(而且，值得注意的是，奥伦奇郡投资基金并不是一种按市值逐日结算的基金；作为一家市政投资基金，它没有必要逐日披露尚未实际发生的收益或损失，这就是华尔街银行机构的行事方式，外部投资者根本不可能知道到底有多少资金卷入了其中。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整个1994年，利率都在稳步上升，奥伦奇郡投资基金的损失愈发惨重。到1994年9月，该基金的现货市场价值下跌了数亿美元，1994年11月，奥伦奇郡投资基金的高层管理人员还试图说服华尔街的银行机构不要终止为他们在附条件回购市场的融资(例如，说服银行机构不要出售奥伦奇郡投资基金持有的财政债券，以偿还他们的贷款)。在1994年的整个下半年，奥伦奇郡民众关于奥伦奇郡投资基金潜在问题的议论一直没有停息过，但直到12月1号，西春和他的同事们才完全摘掉悬在奥伦奇郡投资基金身上的炸弹——最终向公众宣布，奥伦奇郡投资基金蒙受了15亿美元的账面损失。当时整个市政债券市场市值高达1万亿美元，人们无不担心其他的县也存在同样的投机行为，整个市场应声下跌，转瞬之间下降了1个百分点，总市值损失了100亿美元。当市场的恐慌情绪开始蔓延时，摩根斯坦利注意到奥伦奇郡投资基金的结构性票据投资业务并没有受到太大影响，决定出价44亿美元收购(如果按这些票据当时所评估的价值计算，奥伦奇郡投资基金可以获得1亿美元的溢价；但几乎可以肯定的是，该报价仍然偏低，因为摩根知道，西春并不懂得如何评估结构性票据的价值，投资银行也没有告诉他该如何评估)。奥伦奇郡最终拒绝了摩根的报价，迫使西春辞职，并盘算着奥伦奇郡投资基金是应该进行重组，还是应该宣布破产。但此后不久，一切都灰飞烟灭，奥伦奇郡投资基金几乎没有流动资金来支付贷款利息或赎回承诺赎回的票据，投资银行机构都开始抓紧收回对该基金的应收款项。在12月的第1周，野村发布通告宣布奥伦奇郡投资基金有500万债券实质上已经违约，瑞士信贷第一波士顿要求奥伦奇郡投资基金偿付12.5亿美元的附条件协议回购资金，一场针对该基金的挤兑风潮就此开始(真是生不逢时，当时不幸恰逢墨西哥比索贬值，包括很多企业和银行在内的利用金融杠杆进行投资的机构都损失惨重，很多人情绪本已很糟糕了)。向奥伦奇郡投资基金借出附条件回购协议的投资者解救了美林，美林清算了他们的附条件回购协议以抵押奥伦奇郡投资基金所欠的债务，由此产生的损失必须由奥伦奇郡投资基金承担。奥伦奇郡最终没有选择，只能申请破产。

多年来的优良业绩(因为金融杠杆)随着8个月的利率上调而破

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

灭了(也是因为金融杠杆),天下真是没有免费的午餐。在抵押性债券被清算之后,奥伦奇郡投资基金借入的结构性票据中大约还有50亿美元尚未到期,没有受到多大影响,同时,奥伦奇郡投资基金还剩余有一部分政府财政债券。在随后的6个星期当中,所罗门为奥伦奇郡投资基金安排了75亿美元债券的销售,其中47亿美元返还给了奥伦奇郡,其余的偿付给了债权人。奥伦奇郡投资基金最终损失了17亿美元,其中固定利率票据损失了3.6亿美元,逆浮动利率债券损失了6.2亿美元,附条件回购协议损失了6.2亿多美元。无疑,后来一些"事后诸葛亮"急不可耐地指出,奥伦奇郡投资基金的证券在市场最为糟糕的时候被清算了,到了1994年底,美联储就停止了升息的步伐,如果奥伦奇郡投资基金能够有足够的流动性来维持原有投资组合的话,10亿美元的损失原本还可以赚回来的。只要……

毫无疑问,西春应该对奥伦奇郡投资基金的巨大损失负责,法院也最终判定他有罪,尽管他声称自己并非是投资的"老手",并且他是在华尔街的指导下进行投资操作的,但并没有多少人相信他这套骗小孩的把戏。西春承认了对他犯有发表误导性声明(在销售证券时)、伪造会计记录和擅自改变基金投资方向等6项重罪指控(不是因为17亿美元的损失)。但是,投资银行也应当承担责任。要不是投资银行极力向奥伦奇郡投资基金推销过多的最新的(定价过高的)结构性票据,要不是他们尽情为奥伦奇郡投资基金的附条件回购协议提供融资,破坏力本应该不会那么大。瑞士信贷第一波士顿为奥伦奇郡提供了26亿美元的附条件回购协议融资,美林提供了21亿美元,摩根斯坦利提供了16亿美元,野村稍微少一点。美林的明星业务员迈克尔·斯迭密森(Michael Stamenson)在数年间推销给奥伦奇郡投资基金高达28亿美元的逆浮动利率债券,并且一直在催促公司进行更多的附条件回购协议交易和更多的杠杆化交易。(可以肯定的是,美林内部曾有一部分人建议终止与奥伦奇郡投资基金的交易,并反复警告奥伦奇郡投资基金风险过分暴露的危险性;也有一些银行官员在1994年早期就不太愿意回购奥伦奇郡投资基金的一些结构性票据,但这些反对和建议最终都没有起作用,银行机构与奥伦奇郡投资基金的业务并没有停止,因为银行获得了丰厚的利润。仅在1993和1994年,美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林就从奥伦奇郡获得了1亿美元的承销费用和交易佣金。)美林在某些票据的销售上,似乎是欺骗了奥伦奇郡,向奥伦奇郡收取的价格远高于票据的实际价值。例如,就在奥伦奇郡投资基金破产前1个月,美林承销了一笔6亿美元的结构性债券[以学生贷款营销协会(Sallie Mae)的名义发行],并以100.628美元的价格整体卖给了奥伦奇郡投资基金,而就在第二天,金融信息服务系统给该债券的定价却是96.89美元。当然,美林应该赚取利差,但在6亿美元之巨的业务中赚取4个百分点的利差,似乎赚得过了头。美林在奥伦奇郡投资基金其他方面的做法也不尽干净。1994年7月,美林作为牵头银行为奥伦奇郡发行债券时,在募资说明书中指出,将把募集到的资金投入到"借贷基金"(leveraged pool)中,却对已经显露出的未实现损失一字不提——完全是不负责任的信息披露。如果大量的未实现损失都不属于重要披露事项,那还有什么事项算呢?

其实,就算奥伦奇郡的信用程度下降,银行机构也不会承担太大的风险,他们与奥伦奇郡投资基金的所有业务或向奥伦奇郡投资基金销售的任何证券,都有抵押担保或已经被完全买断了。承担风险的应该是奥伦奇郡投资基金投资者和该基金的参与者,事实上,公立学区、消防机构和其他投资于西春的市政实体损失了不少真金白银。但投资银行要对客户行为的适当性承担风险。1995年1月,奥伦奇郡起诉美林,要求赔偿24亿美元,认为美林"肆意妄为"地向奥伦奇郡出售高风险的债券,违反了州政府和联邦政府的相关法律。奥伦奇郡宣称美林超越了权限(Ultra Vires),它的操作超越了法律所允许的范围,因而由此进行的交易是不适当的[在圣何塞市(San Jose)起诉美林的案件中,原告也举出了同样的理由;圣何塞市在美林明星业务员迈克尔·斯迭密森所公开宣称"完全安全"也"不可能亏本"的资产抵押证券投资中,损失了数百万美元,后来美林与其达成了庭外和解]。奥伦奇郡的债券持有者也对美林和西春提起了诉讼,认为他们应该对1994年7月债券发行说明书中的虚假披露信息负责,他们也分别对野村和瑞士信贷第一波士顿提起了诉讼,认为在奥伦奇郡投资基金获得过高的财务杠杆过程中,他们所扮演的角色违反了相关法律。所有投资银行最初都否认自己有任何不当行为,但最终改变了主意,和原告达成庭外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和解。美林为此付出了4.37亿美元，摩根斯坦利付出了7 000万美元，瑞士信贷第一波士顿付出了5 200万美元，野村付出了4 800万美元。看来，金融杠杆可能使任何人受损。

* * * * * *

衍生证券和其他高风险金融工具

衍生证券是金融风险和投资活动的源泉。这些金融工具，不论以什么样的形式存在(例如：期货、期权、掉期、远期，以及基于这些金融工具的许多新奇的变种，还有内含衍生金融工具的结构性票据)，它们都能够帮助银行规避自己的风险，并赚取交易利润。同样重要的是，它们也能使得银行为客户设计巧妙的风险管理方案，制定精巧的投资计划。当然，金融衍生证券可能晦涩难懂、十分复杂，也不容易被评估价值，这就是说衍生证券正是银行所需要的理想金融工具——有许多的灰色地带可以让他们操控(有时候会产生正面效应，有时候却是负面效应)。过去20多年的事实表明，这些存在于资产负债表外的金融工具对提升金融运行的透明度并无裨益。1985年，监管当局曾试图要求将掉期和期权反映在资产负债表上，但没有成功，直到2000年，随着一些会计准则的制定和实施[美国会计准则133号《衍生工具和套期活动会计处理》(FAS133)]，情况才有所变化。在此前的那段时期，没有人真正地清楚这些衍生证券交易到底是怎么回事，很多交易只有在出现了令人恐骇的损失以后才会让人们有所知晓(甚至FAS133的实施，对揭示衍生证券交易活动的真实情况，也显得力不从心)。构造最为复杂的衍生金融证券，不论是单一的证券或是结构性票据组合的一部分，都非常难以定价和管理。事实上，它们可能非常复杂，甚至是把它们组合在一起的投资银行，有时候也会被它们绊倒。因此，可以想象一下，那些完全没有衍生证券投资知识的机构投资者，操作这些投资工具的时候会发生什么。[聪明过人的、掌管着巨型基金的乔治·索罗斯(George Soros)1994年在众议院银行委员会前作证时说道："现在有这么多的金融衍生工具，而且其中一些是如此深奥，甚至是最为老练的投资者也不能清楚地了解其中所存在的风险。"]

在过去的几年中，衍生金融工具已经成了肮脏交易的代名词，特别是对金融行业以外的人士来说更是如此，他们并不十分清楚衍生金融工具是用来干什么的，为什么需要它们，也不知道它们为什么能产生如此大的破

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坏力。当然，这里可能也有新闻媒体的作用，他们在报道奥伦奇郡、安然或是宝洁从事与衍生证券有关的交易而遭受重大损失的事件时，一定程度上夸大了衍生金融工具罪恶的一面。甚至，当一些知名人士，譬如沃伦·巴菲特(Warren Buffett)先生把衍生金融工具称之为“大规模杀伤性武器”时，也会成为新闻媒体报道的话题。但更为重要的是，衍生金融工具确实是一个极为高明的创新，并且在帮助金融系统更加合理地转移风险方面相当有用[甚至，格林斯潘(Greenspan)先生也经常这么说]。实际上，与其说是衍生金融工具本身有问题，倒还不如说是银行体系的运行方式以及金融市场的演变方式有问题(也就是说，除非碰巧金融市场出现系统性的混乱，在此情况下巴菲特先生几乎赚得盆满钵满，大家不要指望衍生金融工具能使人一夜暴富)。敲开一个对投资并不熟练的客户的门，向他推销最新的而又极具爆发力的金融衍生工具，与走到一个刚刚拿到驾车执照的少年面前，给他一把 350 马力运动型汽车钥匙一样危险。衍生金融工具和运动轿车一样，有它自己特定的操作环境，但绝不能交给一个新手来操作。近些年来出现的许多与衍生金融工具有关的糟糕的投资建议，都是因为激进的投资银行向相对稚嫩的客户推荐，并不适合他们介入的产品或投资策略(例如，风险过高)；没有向客户真正地解释清楚，如果情势不佳，最严重的损失程度将是什么样子；以及在投资的操作过程中，没有及时地向客户披露做什么样的交易最为有利。所有这些糟糕的咨询建议都会导致过错发生。

* * * * * *

信孚银行，第一部分：宝洁的赌博

宝洁(Procter & Gamble，P&G)，一家世界知名的消费品制造商，现在肯定深深地后悔当初踏进热情友善的信孚银行，与该行的衍生证券销售代表进行业务洽谈。因为就是从那时起，宝洁试图降低企业资金成本的设想被他们不负责任地曲解和误导，最后演变成了巨额的投机交易，并导致了非常严重的损失。时间回到 1992 年底，当时信孚银行的销售人员就开始想尽一切办法，试图说服宝洁参与衍生证券交易，但没有成功。然而，经过不懈的努力，他们终于成功地设法让宝洁参与了一小笔对墨西哥比索的投机业务(但当时宝洁为什么会参与比索的投机业务，至今仍不是十分清楚)。1993 年一开始，信孚银行就试

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图向宝洁推销更多的衍生证券交易，但成效不是很大，直到1993年10月，一个名叫凯文·哈森(Kevin Hudson)的销售员向宝洁推荐了一个高人一筹的新颖交易方案，该方案可以让宝洁在较为适合的风险水平下获得超额的利息收入。宝洁的财务人员显然觉得，哈森所提供的交易体系能让公司的融资成本降低40个基点(bp)，比商业票据(CP)利率水平低40个基点——那就是宝洁的融资幽灵(然而，当初宝洁为什么会为了降低融资成本而选择支付大笔的佣金进行投机，至今仍是一团迷雾)。

结果，为了降低融资成本，1993年底宝洁与信孚银行达成了几笔交易，最初只需要按非常诱人的商业票据利率——75个基点支付利息(但只有在利率保持稳定或下降的情况下才能继续获得)。宝洁首先委托信孚银行进行了一笔所谓的固定到期国债(Constant Maturity Treasury ,CMT)5年期/30年期的掉期交易(共计2亿美元)，该笔交易基于一种相当复杂的利息支付计算方案。在最初的6个月，宝洁需要支付的利率固定在商业票据利率—75个基点的水平(真是足够简单)，但在接下来的4年半中，它需要按如下公式计算利率的支付利息：CP利率—75个基点+[98.5×(5年期的CMT收益率)/5.78%—30年期国债票面利率]/100。这就意味着整个交易成了一场金融杠杆赌博，杠杆的高低取决于美国的整体利率水平，以及5年期/30年期国债的利差。但杠杆实在太高，至少是17倍(也就是说，2亿美元的账面价值，其风险头寸却相当于34亿美元)，而且，随着利率曲线的变化，放大倍数可能达到30倍(60亿美元)。整场交易实质上不是在降低融资成本，而是在投机。当然，如果宝洁赌赢了，该交易的确能够降低融资成本，但如果赌输了，那么该交易会导致损失。事实上，宝洁蒙受了严重的损失(另外，几个月以后，宝洁也委托信孚银行进行了1亿美元的德国马克/美元的杠杆化交易，最终也招致了损失)。

到了1994年2月，美联储将基准利率提升了25个基点，这是当年美联储数次升息行动的开始，给宝洁造成了很大的麻烦。随着利率的持续攀升，宝洁的财务人员惊惶失措，急忙向信孚银行打探这些交易可能付出的最高代价。当利率还会持续上升的迹象越来越明显时，宝洁的财务部门本应该立刻采取措施退出所有一切交易，但他们担心不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断增加的损失会影响季度财务报表的收益，于是指望着情势能够发生逆转。(这是一个很重要的经验教训：不要希望，不要指望，也不要祈祷市场会帮你解脱困境，因为这可能永远都不会发生，果断承担已经发生的损失，远比任其变得更糟要好得多。)最终，宝洁在3、4月份结束剩余的5 000万美元5年期/30年期的掉期交易，当时支付的利率分别比CP利率高出了1 055个和1 412个基点(比宝洁设想的融资成本不止是高一点点)；宝洁在此项交易中损失了1.41亿美元。同时，宝洁以5 400万美元的代价也中止了德国马克与美元的掉期交易，使整个损失达到1.95亿美元。随后宝洁对信孚银行提出了起诉，声称信孚银行导致他们多支付了1.6亿美元的利息成本(宝洁的CEO只接受最初的3 500万美元损失，因为从那以后，公司再也没有收到过信孚银行对交易的价值评估报告)。后来真相大白，信孚银行确实没有提供任何的情境分析(scenario analysis)，也没有定期提供新的交易信息，而且，最初提供的掉期业务评估报告中也存在虚假信息。早在1994年2月，宝洁就已经损失3 800万美元，但银行没有发出任何提示信息。实际情况是，宝洁当时并没有要求提供价值评估报告，而信孚银行也没有主动提供。最后，他们达成庭外和解，信孚银行(不，应该是它的股东)承担了大部分的损失。

如果宝洁当时真是想要降低融资成本而去参与这样的交易，那么它的行为确实有些可笑。很显然，衍生证券当时对宝洁来说太复杂了，它还从来没有参与过这种交易，对其运作的方式也不甚了解。更为重要的是，一份对信孚银行交易席位6 500多份通话录音的评估报告最终确凿无误地证明了，信孚银行当时确实欺骗了客户。哈桑在一些通话中承认，宝洁当时对自己持仓头寸的杠杆到底有多高，完全没有一点概念，更不知道如何去评估这些交易："他们永远都不会知道到底有多少资金将被吸走……绝不会……这是信孚银行的魅力所在。"这可绝不是人们希望一个他们冀望与之诚信交易的信托机构说出的言语。

* * * * * *

信孚银行，第二部分：贺卡公司与杠杆化的掉期业务

接下来，我们探讨信孚银行的另一家客户吉普生贺卡公司(Gib-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

son Greetings)，该公司同样在衍生证券交易中损失惨重。时间追溯到1991年底，吉普生(它是一家生产贺卡的公司)与信孚签订了两个价值3 000万美元的利率掉期协议，它获得了在5年内支付7.12%、在2年内支付5.91%的利率。因此，在开始的2年内，公司应该享受一个较低的利率，但仅仅6个月，信孚银行就提出补偿给吉普生26万美元，以解除掉期合约，吉普生同意了。不合时宜的是，这两个掉期协议在当时至少应该获得2倍以上的补偿。但对信孚银行而言，这意味着：(1)从吉普生那里获得了额外收益；(2)证实了自己的猜测，吉普生可能不懂得评估他们所持仓头寸的价值。这为信孚银行与吉普生进行更大规模、更复杂的衍生证券交易提供了机会，使得银行可以抬高金融杠杆(费用/利差)，随心所欲地向吉普生报告交易的风险、价值评估和盈利状况(全然可以不顾什么客户关系，什么受信托人职责，或职业道德规范)。信孚银行与吉普生的衍生证券交易也确实越来越离奇，例如有一笔交易中，信孚支付给吉普生5.5%的固定利率，而吉普生却按LIBOR利率的平方除以6%所得利率支付给信孚银行，这本质上是一种以利率为赌具的投机交易，如果利率维持在较低水平的话(当然，这种情况没有出现)，吉普生能够有很好的收益。在另一笔交易中，信孚银行与吉普生进行利差锁定掉期(spread lock swap)，吉普生按过往国债(off-the-run)利率加上一固定利差向银行支付利息，银行按中介市场掉期(midmarket swap)利率加上新发行国债(on-the-run)利率向吉普生支付利息，在这笔为期2年的交易中，吉普生几乎同时承担了掉期利率和国债利率波动的风险。还有，在一笔国债利率关联掉期(treasury linked swap)交易中，吉普生得到的是3 000万美元与{3 000万美元×[1－(103×2年期国债收益率÷4.88%－30年期国债票面利率)÷100]}之间较少的，这笔交易的本质是，吉普生本金偿还由21倍的2年期杠杆化国债利率决定(当然，30年期的国债利率也是影响因素，但影响不大，它只不过是使交易更加炫目而已)。他们之间还有其他很多同样复杂而危险的衍生证券交易，例如，比例掉期(ratio swap)、定期利率下限(periodic floor)、更高利差锁定的掉期、失效期权(knock-out option，屏障式卖出期权)、期限掉期(time swap)等。随着美联储的持续升息和吉普生的不断亏损，上述衍生证券交易进行了各

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种各样的重组。事实上，吉普生选择了一个最为糟糕的时机介入衍生证券交易，当时美国的利率正处于低谷，而且，至今也不清楚当时吉普生到底做了什么样的交易，又为什么要进行这样的交易。更糟糕的是，在出现问题的那两年里，吉普生甚至不知道自己所持仓头寸的真正价值，而且经常被信孚银行所误导(在有些情况下，信孚银行甚至将吉普生的损失低估了60%)。同样，吉普生也需要为这一切负一定责任。如果它不能对交易进行适当的评估，那为什么要去参与呢？又为什么不清楚地告诉它的股东当时交易的详情呢？(譬如，在其1993年年报中，关于这些危险的衍生证券交易的披露，只有“掉期交易9 600万美元”等短短数语，这对了解公司的真实情况没有什么帮助。事实上，直到衍生证券交易的损失已经很严重了，吉普生才开始披露更多信息。)

在事情还没有完全陷入困境以前，信孚银行从与吉普生的交易中获得了1 300万美元的利润。而吉普生，在与信孚银行进行的掉期和期权交易中总共损失了2 700万美元(在此前的5年中，公司的主营业务总共只获得了5 000万美元盈利，因此，这可不是一笔小损失)。在所有的衍生证券交易都终止以后，吉普生把信孚银行告上了法庭，要求其承担2 300万美元的损失，并支付惩罚性赔偿(punitive damage)。两者最终选择了庭外和解，信孚银行豁免了吉普生1 400万美元的应付账款。

信孚银行并没有适当地对待宝洁、吉普生，以及它的其他衍生证券交易客户，也没有定期向客户披露交易信息的内部控制手段，而且，它还常常激发它的销售团队的“牛仔”思维。最终，信孚银行为其内部控制体系的不足和卑劣的行为方式付出了代价：银行的声誉遭到严重破坏，没人再愿意信任它(甚至撤换高层管理人员也于事无补)；其股票价格遭到市场的打压，一路走低，因为不言而喻，信孚银行本来就没有多少特别的优势，高利润的业务是它惟一的优势，但如今已经一去不复返了，剩下的是层出不穷的问题，客户纷纷逃离，核心雇员辞职离开，原有的业务也开始萎缩。信孚银行接下来的“传奇”一章，是因为它在1998年俄罗斯金融危机期间，又一次业务上受到重创。此后不久，信孚银行被德意志银行并购，它“辉煌的一生”在耻辱和兼并中落

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幕。

当然，这些交易都是几年前发生的，如今的客户们可以使用各种工具，帮助自己计算所持有头寸的价值。然而，如今的衍生证券交易也变得更为复杂，并且衍生证券的价格仍然受到银行机构的主导，交易也是在银行机构的推动下进行的。因此，在衍生证券交易市场，银行机构仍然具有说一不二的能量。如果银行知道自己的客户不能准确地计算所持头寸的价值，一旦能让客户参与衍生证券投机，他们就获得了滥用衍生证券交易的机会。这种事情自从衍生证券出现以来，就经常发生，而且，至今还没有迹象表明，银行机构的这种卑劣行为会得到改观。

* * * * * *

柜台交易衍生证券（OTC derivatives）自 20 世纪 80 年代成为金融业的主流业务以来，基于衍生证券的精妙的投资理念日新月异，但引领其发展的少数几家投资银行都源自华尔街，这也无疑显示了华尔街的重要作用。每过几年，随着一些原本处于引领地位的银行不幸搁浅，在客户方面或处理自身的交易账户时遭遇困境，或者决定（至少暂时）将业务重心从衍生证券交易转移到其他风险较低的普通业务时，他们原有的地位就会被别的银行所替代。在 20 世纪 80 年代中、后期，处于引领地位的是花旗银行；在 80 年代后期和 90 年代早期，是信孚银行（现在是德意志银行的一部分）；90 年代中期是瑞士信贷第一波士顿[通过其下属子公司瑞士信贷金融产品部（CS Financial Products），该公司后来因为违反证券法规和妨碍执行公务而步入困境，被日本监管机构吊销了银行经营执照，最后被纳入瑞士信贷第一波士顿的核心业务部门]，接下来是摩根大通，等等。处于引领地位的投资银行往往决定了其所处时代的整个行业的基本状况。一旦处于引领地位的投资银行提出一个精妙的（而且常常也是高风险、高利润的）衍生证券交易架构时，它就会让一些客户进行交易（在交易的第 1 年，投资银行通常会给交易者一些优惠的条件，比如给予结构性票据更高的利息或给予掉期交易更高的利率），并从中赚取一定利润。其他银行在得到该交易的主要条件以后，对交易进行逆向编排（reverse engineer），再把它们推销给自己的客户。随着竞争的加剧，边际利润会减少（意味着投资银行可能得不到与风险相对应的报酬，第七章将探讨这一点），因此，任何能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诱使客户参与到交易中来的各种新招数都会被银行采用，市场也会因此被搅乱。接着，市场的混乱会席卷整个金融系统，使得所有持有这些高风险衍生证券头寸的公司遭受打击。这会引发一些诉讼案，银行机构也被迫分担客户们的损失，以恢复客户对市场的信心。这种生死轮回在 90 年代中期特别明显，并且一直持续至今。

虽然华尔街的很多衍生证券业务都经营稳定，但也绝不是没有出现任何问题。许多机构客户对衍生证券业务的处理都存在问题，没有获得他们所期望的风险对冲或投机效果；在某些情况下，他们甚至对自己正在进行的衍生证券交易显得毫无头绪。不止是少数几家经理听从了投资银行糟糕的咨询建议，或者经不住机构投资者销售人员的强烈推荐，而进行了不适当的衍生证券交易，有时候甚至没得到银行准确的风险披露和价值评估。有一些因此遭受损失的企业对牵头银行提起了诉讼。有一些虽然也蒙受了损失，但并没有向为他们提供咨询建议的银行讨要说法(而是进行自我检讨，把问题归咎于自身糟糕的内部决策体系)，但发誓从此远离衍生证券交易。在衍生交易中遭受损失的企业成千上万，只需稍微列举几个就足以说明问题：1994 年，卡特皮勒(Caterpillar)在利率上限和交换选择权(caps and swaptions)交易中损失8 300万美元；戴尔(Dell)在杠杆化利率掉期(leveraged interest-rate swaps)交易中损失3 000万美元；1995 年法国烟草企业塞塔公司(Seita)在一系列的货币掉期和期权交易中损失8 000万美元(并因此起诉了所罗门公司)；2000 年亚洲浆纸业公司(Asia Pulp and Paper，APP)在几次货币掉期交易中损失 2.2 亿美元；同样遭受损失的还有宝洁公司、吉普生贺卡公司、气体化工产品公司(Air Products)、桑多斯公司(Sandoz)、联合纸板公司(Federated Paper Board)，许多日本、韩国、中国、泰国和印度尼西亚的企业(有些对摩根大通、德意志银行，以及瑞士联合银行提出了起诉)，以及大量的市政基金和非营利性组织等。虽然高风险的金融衍生证券并不一定是有害的，但它们也绝不总是适合于非金融企业。然而，华尔街却总是不遗余力地促使他们参与到衍生证券交易当中去。

* * * * * *

J. P. 摩根在韩国的冒险

在与大通(Chase)合并之前，J. P. 摩根就是衍生证券市场的巨头，特别是在结构化衍生证券市场(合并之后变得更为强大，因为大通此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前也是其自身核心业务领域的巨头，特别是在流动性衍生证券市场）。与华尔街其他巨头一样，摩根也极力想开拓（甚至创造）海外的投机需求，以从中谋求收益。尽管有信孚银行在宝洁、吉普生，以及其他一些企业的投机业务的惨痛教训，前车可鉴，但J.P.摩根仍然决定继续向不熟悉业务的客户推销高风险的衍生金融工具，让他们在不稳定的（或许存在潜在不稳定性的）特定市场上使用极高的金融杠杆。1997年初，摩根的衍生证券推销团队开始将一些风险很高的衍生证券交易推荐给几家韩国公司[1家保险公司，1家证券公司，3家投资公司（还有3家银行，作为交易的担保方涉及其中）]。

这些交易声称追求利润最大化，因而取名为"普马思"（promax），但从本质上来说，是对日元、泰铢和印尼卢比的投机（到底是要为客户，还是为J.P.摩根自己追求利润最大化如今不得而知）。交易的起源是因为韩国客户们希望能获得更加低廉的融资渠道。借入韩元的利率是7%，而借入日元只有2%，但客户们担心韩元相对于日元可能贬值，如果不采取适当的对应措施，从理论上讲，借入日元的成本存在上升的可能性。因此，摩根的经理们提出"用泰铢对冲合成日元贷款"（synthetic yen loan），因为泰铢是钉住包括美元、德国马克和日元在内的一揽子货币，和日元的关联密切，应该能够对冲日元的风险。不幸的是，如果泰铢贬值，客户就会蒙受损失。为了增加客户交易的热情，摩根还敦促客户将合成日元贷款所获得的资金，投资到与印尼卢比相关联的票据，声称只要泰铢和印尼卢比保持相对稳定，他们将可以获得30%的收益率。30%确实是很诱人的收益率，但如果一家公司不承担风险，通常是不可能得到如此高的回报率的。但他们似乎很少从风险的角度去探讨，如果泰铢和印尼卢比的汇率发生根本性动摇将会出现什么情况，又将会造成怎样的不利后果。虽然泰铢和印尼卢比在此前的20年中一直很稳定，但早在20世纪90年代中前期，就已经有大量的投机资本集结在泰国和印度尼西亚，使得两个国家的资本账户平衡、资产价格和外汇储备的稳定都变得岌岌可危了。值得注意的是，当初墨西哥比索也曾稳定了很多年，却在1994年12月间风云突变，（出于同样的原因）墨西哥中央银行宣布比索贬值，很多人因此损失惨重。前车之鉴还历历在目，客户们就被轻易地说服了，认为这么做是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对的。他们或许都太过分在意30%的收益率了，而过分忽视了潜在的不利因素；摩根大概也是如此吧。因此，大家达成一致，签订交易协定，开始了一场薄冰上的极速行动。

其中，为SK证券安排的一笔交易是这样运作的：首先，J. P. 摩根为SK安排了合成日元贷款，并利用泰铢对冲贷款风险，这就为SK提供了廉价的资金；接着，两家公司在马来西亚纳闽岛(Labuan)共同注册成立了一家名叫先锋投资(Advanced Investment)的特殊目的实体。摩根利用其设在英属海峡群岛(Channel Islands)的一家名叫富轮(Frome)的法人载体筹集资金，并把资金投入到先锋投资公司。SK证券及其合作伙伴也将合成日元贷款所获的部分资金投入先锋投资。然后，先锋投资公司利用上述两项资金购买1年期的印尼卢比票据，并由摩根承销。如果一切都维持稳定，SK证券在票据到期时，能获得150万美元的收益，但如果情势发生变化，它将遭受损失。极为不幸的是，泰铢部分的交易被高度杠杆化了，这笔账面价值为5 000万美元的交易一旦下跌，SK证券必须按下跌价值的5倍向摩根偿付。因此，如果泰铢贬值2%，SK证券将要偿付给摩根500万美元。这些所谓利润最大化的交易中没有一项设置了止损上限，一旦情势变得极其不利，就意味着巨额的亏损。事实上，后来情势确实变糟了。1997年初，首批5项"普马思"交易陆续开始操作以后，泰铢已经显得有点不稳定了。在最后两项"普马思"交易开始操作的一个星期之后(1997年7月)，泰国中央银行宣布放弃努力，不再维护泰铢的稳定，泰铢的首次贬值让SK证券损失了5 000万美元。到1997年9月，泰铢已经贬值48%，SK证券损失达到1.2亿美元。到了1997年第四季度，这几家韩国客户的损失总计达到7.57亿美元(其中，5亿美元是因为泰铢贬值，其他是因为印尼卢比的贬值)。结果，J. P. 摩根的管理层决定停止在韩国的所有援信活动。

到1998年初，摩根已经积累了数目巨大的毫无保障的信贷风险，只得极力说服客户如约清偿所欠款项。如果客户不能如约偿还，摩根的收益会急剧下降。但此时，客户们并不是那么好说服，两家银行选择清偿了一部分，但其他的客户认为他们受到了不正当的对待，决定进行抗争。他们在汉城和纽约提出了一系列的诉讼，声称交易是不适

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当的交易，摩根没有充分地揭示交易存在的风险，有违信托责任。作为其中三笔交易的保证人，汉城住宅与商业银行(Housing and Commercial Bank of Seoul)异常愤慨，认为摩根完全是在引导客户做"赌博交易"(casino trade)。摩根提出了反诉讼，声称它所有的行为都是正大光明的，并且有据可循(但它却在1999年为此计提了5亿美元的坏账准备金，以防万一)。最终，诉讼以摩根承担大部分损失而告结束。这对摩根的投资者来说是件令人不快的事，但相对于摩根的一些客户，它们蒙受的损失真是微乎其微。摩根客户之一的新世纪(Shinsegi)投资信托公司破产了，汉南(Hannan)投资信托公司也因此发生了严重的财务危机，被迫出售给它的竞争对手。所有一切都是源于高度投机的衍生证券交易。

摩根认为，它与客户签订了合法有效的合同，而且它完全是在遵照合同条款行事，因此，所有这些交易都是适当的、合法的，也是公平的。从法律上说，或许确实如此，但从道德上说，谁知道是不是如此呢？如果客户真的知道，一旦交易的货币贬值50%会导致他们损失1.2亿美元，他们难道还会在交易合同上签字么？也不知道摩根的经理们自己是怎么想的，难道他们自己还真的愿意把自己置于难堪的境地，不得不亲自上门要求客户清偿所欠的1.2亿美元(而所有的佣金不过几百万而已)？或者在季度财务报表中向自己的股东们披露，因为也没有意识到该交易会产生如此巨大的没有担保的信贷风险，银行将不得不弥补1.2亿美元，抑或7.57亿美元的巨额窟窿？华尔街的职责之一就是要为客户提供向导，并在面对不成熟的(当然也有很贪婪的客户，但暂且忽略这一事实，因为这不是问题的关键)客户时承担更多责任。比起使用繁杂的书面语言，用平白的口头语言告诉客户们，如果某种特定的情形出现(因为这些情形可能会出现)损失可能达到1亿美元或10亿美元，并让客户决策机构的每一个人，从董事会成员到高层管理人员，都清楚地知道到底有哪些不利因素，效果要好得多；同样，相比不设置止损限度，设定适当的止损限度，确保不会有人因为损失过于惨重而一蹶不振要理智得多；而且，在衍生证券交易中，尤其是在高风险的衍生证券交易中，最好要格外谨慎，格外负责任。

* * * * * *

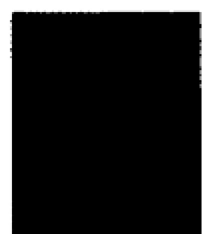
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处于金融风暴中心的并不仅仅只有衍生证券，其他一些金融工具，诸如担保抵押债券(Collateralized Mortgage Obligations, CMOs)等和衍生证券一样，也可以导致极高的金融风险。担保抵押债券就是抵押担保证券(Mortgage-backed Securities，MBS)的组合，所不同的是，数年前华尔街在利用这些 MBS 进行金融创新时，通过把组合中既定的 MBS 的现金流按不同的形式、顺序和大小进行分割，把它们转换成了一种高能量、高风险的完整的新证券。各种担保抵押债券争奇斗妍的鼎盛时期是在 20 世纪 80 年代末期和 20 世纪 90 年代初期，当时，基德(Kidder)、美林、贝尔(Bear)、所罗门和其他投资银行一起推出了很多不同的担保抵押债券，它们对利率波动的反应方式各不相同(20 世纪 90 年代末和新千年初期又以相对温和的方式出现了，但这并不是说，担保抵押债券中所蕴藏的危险性因素已经不复存在了)。许多风险程度极高的担保抵押债券，比如附随债券(companion bonds)、超级浮动利率债券(superfloaters)、黏性跳跃零息票债券(sticky jump z-bonds)等(这可不是开玩笑)，都当作“抵押投资”(martgage investment)证券卖给那些相当不成熟、缺乏防备心的机构客户。这真是不可理喻。这些证券很多都是杠杆化的，波动频繁，缺乏流动性，而且会随着不可预测的提前清偿率(Prepayment Rate)而发生变化，因此，一旦利率开始变化，投资者就可能损失惨重。各种奇异而危险的担保抵押债券很多，按客户要求定制的担保抵押债券就是其中的一种，它没有流动性，除了华尔街给它的价格，没有其他价格，一旦投资者涉入其中，想要从中解脱出来，就必须看华尔街的脸色行事，这意味着甚至更多的损失。事实上，20 世纪 90 年代，很多机构投资者，诸如高雷克斯(Glaxo)、联邦信贷协会首都分会(Capital Corporate Federal Credit Union)、芬兰邮政银行(Postipankki)，以及其他一些机构，无不以自身惨重的损失，真切地感受了担保抵押债券的危险性。而阿斯肯资本公司(Askin Capital)，曾是一家大型的基金，因为把一笔 6 亿美元的资本投资于危机四伏的担保抵押债券市场中而损失惨重，成为了同时代因担保抵押债券交易而破产的公司的典型代表。当时，阿斯肯没有能够按时追缴附条件回购协议的保证金，攸关其生死的所有担保抵押债券作为抵押品被华尔街强行清算，阿斯肯就此灰飞烟灭。更有甚者，作为当时担保抵押债券市场领导者的投资银行基德·皮博(Kidder Peabod)也因为持有过多高风险的票据，遭遇利率上升而濒临破产。(如果连它们都不能处理好担保抵押债券业务，那一般的投资者又将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何呢?)尽管该投资银行背后有财务实力雄厚的通用电气作为支持，但因为未能销售出去而滞留在自身账户上的担保抵押债券，使其损失过于惨重[该事件与下一章将要探讨的杰特(Jett)零息票债券事件差不多同时发生]，通用电气的管理层决定把它剥离出去，让它自生自灭。尽管原本风急浪高的担保抵押债券市场在20世纪90年代中期开始显得平静了许多，但也绝不意味着高风险的担保抵押债券交易就此消亡了。事实上，在新千年里，它们仍然存在，而且仍然很活跃(就算受到了一些抑制)。当然，也很难预测黏性跳跃零息票债券(sticky jump z-bonds)是否会卷土重来，但就算是这些零息票债券(z-bonds)不会再出现，其他的证券也肯定会出现，譬如本质上与担保抵押债券没有太多区别的企业间信贷市场的证券[债券抵押凭证(collateralized bond obligation，CBO)或贷款抵押凭证(collateralized loan obligation，CLO)]，和其他一些高风险的证券。

同样，建议客户把握高风险的投资机会本身并没有错，包括那些需要利用衍生证券、担保抵押债券、债券抵押凭证或其他金融工具才能很好地实现的投资机会。每一个机构客户都有权利决定什么对自己的投资组合或业务是合适的，什么又是不合适的。因此，如果投资银行为成熟的客户建造高风险的投资，是完全没有问题的，这些客户应当能够判断他们是否充分地理解这些投资到底是怎么回事，又是否符合内部规章和外部法规。但是，华尔街不应该有如下行为：(1)因为他们所安排的投资结构出了问题，而根本不坦诚地向客户揭示可能产生的损失；(2)将一些根本不适当的投资业务推销给某些特定的客户群体；(3)欺诈客户。然而，近些年来，绝大部分投资银行都出现了上述违法行为(有些还将继续)。瑞士信贷第一波士顿和信孚银行的交易操作员们，每一次欺骗客户时，还都显得欣喜若狂，这种丑闻已经是众所周知了；而美林、高盛、摩根斯坦利，以及其他一些投资银行热衷于向客户推销"不适当"交易的行径，都有诉讼记录在案。对这一切，他们其实应该更清楚。



公平地说，客户们也应该更加理智。他们应该懂得，必须把试图向他们推销高风险的、并与他们运营宗旨不相一致的产品的销售员拒之门外。或许，马特(Mattel)本应该专注于制造玩具，而不应该去参与高达2 000万美元的墨西哥比索衍生证券投机(而遭受重创)；益乐多(Yakult Honsha)应该专注于生产酸奶和奶饮料，而不应该参与与日经指数(Nikkei)有关的结构性票据交易，并蒙受数亿美元损失；高雷克斯(Glaxo)应该专注于制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

药，而不应该在担保抵押债券交易中损失1.4亿美元；同样，气体化工产品公司(Air Products)、桑多斯公司(Sandoz)、泰石油宝麟(Tpi Polene)、金光集团(Sinar Mas Group)，以及其他遭受过重大损失的公司，也都应该如此。对于市政基金和非营利性组织也是一样，哈默史密斯(Hammersimth)和富勒姆(Fulham)等英国地方当局应该专注于管理市政基金事务，而不应该使基金在英镑利率掉期业务中全军覆没。威斯康星州(Wisconsin)投资委员会应该专注于管理好本州的养老资产并保证其安全性，而不应该参与货币和利率掉期投机业务，导致9 500万美元的损失；同样，圣地亚哥郡(San Diego County)、欧本市(City of Auburn)、路易斯安那州养老基金(Louisiana State Pension)、芝加哥城市大学(City Colleges of Chicago)、美国浸礼宣教协进会(The Baptist Association of America)、奥德萨初级学院(Odessa Junior College)，以及其他在高风险金融工具上蒙受了重大损失的许多州立养老基金，也都应该如此。

* * * * * *

比利时：巧克力、蕾丝之都与幂数触发期权

比利时是一个迷人而有魅力的国家，拥有布鲁日(Bruge)、安特卫普(Antwerp)这样如诗如画的现代城市和滑铁卢(Waterloo)这样的历史名城，是著名艺术家鲁本斯(Peter Paul Rubens)的故乡，还盛产甜美的巧克力和精致的手工蕾丝。但在20世纪90年代中期，多亏精灵的衍生证券做市商美林作祟，这里也曾经是数目巨大的外汇损失的发生地。外汇损失本身很引人好奇，数目巨大的就更是如此了，但比利时的外汇损失之所以特别受到广泛关注，是因为损失是由高风险的奇异衍生证券交易引发的。这种交易就是幂数触发期权(power knockout)交易——一种杠杆非常高的期权交易，卖出期权的一方，可能面临支付呈几何级数的负债的风险，除非交易标的的价格到达了一定水平，这种风险才会消除。没人会想到，一个国家政府财政部门竟然涉足这样高风险的交易。

事情的发展过程大致如下：在1989～1993年期间，美林的销售团队说服了比利时政府卖出一些幂数触发期权。如果期权的标的价格低于约定的水平，美林将得到比利时政府几何级数的补偿，为此，美林

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为这些期权支付了大量的溢价，以诱惑比利时政府上钩。当然，作为期权的卖出方，如果期权的标的价格维持在约定的水平，将可以得到一笔丰厚的收益。但问题是，一旦价格低于约定水平，比利时政府将处于相当糟糕的境地。事实上，每一个幂级(exponential tick)都可能意味着难以承受之痛，为了减轻幂级所带来的不利影响，美林还算友善，设定了一些期权的触发水平，一旦特定的货币价格水平被突破，将清偿比利时政府所欠的债务。呸！通过这些交易，比利时持有的实质上是，建立在美元相对德国马克和瑞士法郎升值基础上的没有担保的仓位。这是纯粹的投机交易，但比利时的官员们或许对触发期权交易很满意，还期望这些交易能够帮助比利时政府还清累积的债务，并获得丰厚的溢价收入。但果不其然，美元开始疲软，而且一路走低，直到比利时政府披露的未实现损失达到了令人吃惊的12亿美元，这或许是比利时财政官员们想都没有想过的损失。美元一直在跌，一直跌到离一些触发价格仅一发之差，但此后不久美元价格又回升了一点，这虽然把比利时从生死攸关的期权触发线上拉了回来，但最终还是使得比利时的损失惨重。到1993年底，随着美元有小幅度反弹，未实现损失下降到了5亿美元左右，但对比利时政府而言，这仍然是一大笔惨重的损失。随着情势趋于明晰，比利时政府认识到这些期权交易不可能再有收获，决定放弃交易，但到底蒙受了多少损失，并没有披露。接着，比利时政府对美林提出了诉讼，指控美林使其在高风险的奇异衍生证券交易中处于不利地位，并且没有如实地报告交易的风险(例如，迫使它承担了太多它本不应该承担的风险)。据报道，在随后的两年中，比利时政府曾要求美林赔偿3亿美元。美林一开始态度坚决，但不久就无心恋战，最终同意支付比利时政府1亿美元。双方签订了保密协议，禁止任何一方透露交易或和解的具体内容。因此，很多血淋淋的细节永远都不得而知。

这是一个华尔街糟糕咨询建议的例子，只是这一次的受害对象是一个主权政府。同样，比利时的财政官员们毫无疑问也应该为此负有一定责任，因为是他们同意参与风险如此之高的衍生证券交易。如今也很难知道他们当初是如何想的，但美林当时又是怎么想的呢？毕竟是美林提出了交易的想法(我们完全可以肯定，坐在布鲁塞尔广场上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

喝咖啡的比利时财政官员们，不可能有出卖幂数触发期权给美林的想法），它本应该不至于轻易地使一个国家参与到一场可能损失纳税人12亿美元的投机交易中去。

* * * * * *

显然，有时候客户对他们所得到的糟糕的咨询建议感到非常愤怒，他们决定诉诸法律，在法庭上向银行讨回公道。在某些情况下，这是一个值得一试的策略，因为银行往往希望与客户达成庭外和解（当然是尽可能谨慎的）。但值得注意的是，同意进行庭外和解（向受到侵害的客户偿付损失）的银行，不论新闻媒体如何报道，都是想要隐瞒一些真相。事实上，如此多的诉讼和如此多的庭外和解，也说明了华尔街为机构客户所提供的咨询建议中存在很多问题。不论机构客户多么精通、或看似精通、或完全不懂投资业务，都应该被谨慎地对待，这应该是所有华尔街银行机构的经营方针。然而，这一经营方针并没有得到很好的坚持（或许只是在出现问题以后，坚持一段时间，一旦问题为人们所淡忘，又把它抛在脑后），因此，至今华尔街仍然在向那些根本不懂投资的客户推销完全不适当的投资策略/产品。

注释

1. D. Henry, "Felix Rohatyn on Wall Street's Corruption," *Business Week*, May 3, 2002.
2. D. Henry, "Why Most Big Deals Don't Pay Off," *Business Week*, October 14, 2002.
3. 《金融时报》(*Financial Time*)在美洲银行与福力特合并以后，对这一现象进行了精妙的描述："投资银行为客户提供并购咨询而收取了数百万美元的费用，但并购交易的前景却令人反胃。不少学术研究成果表明，在过去的数年中，三分之二的并购交易是失败的。" Lex, *Financial Times*, October 29, 2003。
4. L. Endlich, *Goldman Sachs: A Culture of Success* (New York: Touchstone, 2000), p. 11.
5. 资料来源于 U. S. Bankruptcy Court, In Re Enron, Third Interim Report, Neal Batson, 2003。
6. "Enron's Getaway Drivers," *Wall Street Journal*, July 29, 2003.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　欠妥的个人理财建议

华尔街不仅仅为一般的市场参与者、位居财富500强的大企业，或者国家提供理财建议，其理财建议的触角甚至已经伸及冥冥大众。几乎所有的大型投资银行，包括美林、摩根斯坦利[通过其零售券商部门添惠(Dean Witter)]、花旗银行[通过旗下的史密斯・巴尼(Smith Barney)]、瑞士联合银行[佩恩・韦博(Paine Webber)]、瑞士信贷第一波士顿银行[帝杰(DLJ)]、瓦乔维亚银行[保诚(Prudential)]，以及大型的直接共同基金公司，都有数量巨大的经纪人(或许，应该称他们为理财顾问)队伍，分布在全国各地探寻潜在的顾客(或任何顾客)。甚至像高盛、雷曼、贝尔斯登(Bear Stearn)和德意志银行这样有多个机构客户业务部门的投资银行，都争先恐后地介入高端零售市场。他们意识到，如果能把证券或其他金融产品推广到大众市场，从成千上万的需要理财服务的普通投资者那里赚取交易佣金或资产管理费用，是非常重要的。

自20世纪60年代以来，虽然零售业务的营业额在整个金融交易中所占的比重在逐步下降，但其绝对值却一直在急剧上升。而且，在过去的30年间，通过共同基金带动的零售业务的营业额也表现出稳定的增长趋势。个人客户购买了大量股票和共同基金(其中50%都是公开发行的)，以及各种政府债券、市政债券和企业债券；他们同时也是401(k)退休计划、个人退休金账户(individual retirement account，IRAs)、养老金年金(Annui-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ties)、企业发起的储蓄和投资计划，以及银行/货币市场账户的重要使用者。银行从零售客户业务中收取的关于执行交易(佣金)和账户/资产管理(酬金)的费用，要远高于从机构客户业务中所能收取到的费用。如果银行拥有能够提供高效服务、不断降低运营成本的有效机制，并能够想方设法地让客户连续不断地为银行带来资产管理和交易业务，那么他们肯定能够在零售业务领域做得非常非常出色。因此，对华尔街主要的机构而言，零售业务是很重要的一类业务；对数以千计的注册经纪商而言，更是相当重要的一块业务，他们当中很多仅仅只有极其微薄的营运资本(从事零售业务，也常常是不得已而为之)，分布在全国各地的这种小型证券经纪商有5 000多家，因此，投资者必须格外小心。

尽管个人客户业务对华尔街非常重要，但它也可能给银行业带来非常严重的危机。因为所有来自“主街”的人都必须被小心对待，他们不是专业的投资者，不会有庞大的资产和雄厚的资金，更经不起几回重大打击。华尔街经纪人的任何不适当行为，都很可能使这些个人投资者处于破产的境地，因此，对待他们必须非常小心。然而，个人投资者受到华尔街侵害的事例并非是最近才出现的新现象，早在20世纪20年代，他们就已经成为被侵害的主要对象，尽管当时的个人投资者还是相对较小的群体(大约在400万～500万人之间)。到60年代末期，随着客户群体的扩大(达到了3 000万人)，大量投机经纪商的不断涌现，以及未结算证券的不断积压(例如，1968年，未入账的证券高达40亿美元)和过度投机的泡沫性市场的出现，个人客户受到侵害的问题已经更加严重，出现的频率也更加频繁。事实上，到1970年，小经纪商们种种令人啼笑皆非的业务已经到了无以复加的地步，终于促使监管当局要求成立证券投资者保护基金(Securities Investor Protection Corporation，SIPC)，这是一种旨在保护个人投资者免受陷入困境的经纪商损害的保险基金(这是一件好事，因为就在1970～1971年间，就有120多家经纪商破产或陷入困境需要外界救援)。同时，监管当局也制定了一些其他的法规，以给予中小投资者更多的保护，而且一旦有新的侵害中小投资者的行为发生，就会及时补充或修正这些法规。

事实上，华尔街与“主街”之间的业务在很多方面都会出错，但我们只关注两大领域：高风险的投资建议和不良行为(有关违背信托及受信托人责任的问题暂且留到下一章专门探讨)。这两者相互关联，但并不相同，高风险的投资建议主要是指向普通小投资者(Mom and Pop)推销那些合法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但不适当(或者,如仲裁人士所言"不合适")的投资方案(或许,这些投资方案应该向那些偏爱高风险投资的离岸对冲基金推销)。而不良行为则主要是指故意犯错,譬如不告诉普通小投资者事情的全部真相,采取令人不舒服的高压政策迫使他们进行某些投资业务,故意引导他们做一些他们并不需要或更加昂贵的投资业务,或者因为优先把好的投资机会给予机构投资者而使他们失去获利的机会。有时候,高风险的投资建议和不良行为会同时出现,导致更加严重的后果。但不管怎么样,一旦问题出现,银行常常要么通过仲裁,要么通过庭外秘密和解来解决这些问题。如果选择仲裁,仲裁委员会一般都站在普通小投资者一边,因为一般情况下,他们总是正确的,而华尔街经纪人总是错误的。通过仲裁解决问题需要耗费一定时间,因此,在仲裁结果出来以前,普通小投资者还是处于不利地位。值得注意的是,为了避免个人投资者诉诸法庭,华尔街常常在给客户的格式合同中加入仲裁条款。因此,如果客户签署了这类合同,未来的任何纠纷都将通过仲裁解决,而非通过司法途径。这对华尔街来说再好不过了,因为仲裁是隐蔽的,整个事件不会向公众披露(即不会被新闻媒体曝光或公之于众,极为重要的声誉能得以保全)。事实上,正因为没有新闻媒体介入,大部分人都并不十分清楚一些问题到底有多严重。被诉诸法庭的诉讼一般只有出现集体诉讼时才会上演,这时很多受到过侵害的投资者联合起来,相当于一个企业实体,对侵害他们的经纪机构提起诉讼(而且,这时候所吸引的传媒就多得多了)。

个人客户是如此之重要,却又如此频繁地受到侵害!

经纪人的销售行为

在探究高风险性投资和不正当销售行为之前,首先有必要就经纪人(不好意思,应该尊称他们为理财顾问;但这里还是称他们为经纪人吧,毕竟他们的主要工作仍然是经纪事务)赘述几笔。有两个问题会影响他们的行为:销售提成和代理责任。

经纪人是销售人员,而销售人员的生存之道就是推销产品(当然,经纪人必须获得执照,但这并不难)。当销售人员在销售产品时,他们通常只对完成交易感兴趣,而并不一定确保所销售的产品是良好的、正当的或者适当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，因此可能会出现问题。而且，在零售经纪行业，还存在一个根本的冲突，即销售提成。经纪人按照他们所完成的销售获取薪酬，销售越多，薪酬就越高。他们为客户完成的每一笔交易都会产生佣金、手续费、利差或价差，这些佣金和手续费等加总到一起形成销售毛收入，而销售毛收入与经纪人的薪酬紧密相关，而且销售收入越高，获得提成的比率就越高。例如，最先的10 万美元销售收入，经纪人可以获得其中的 40%，接下来的 20 万美元，可以获得 50%，以此类推。毫无疑问，高风险性投资业务的佣金、手续费或利差会相对更高，这有利于提升经纪人的销售收入。相对于鼓动普通小投资者进行国债或商业票据交易（微薄的利差/较少的佣金/较低的薪酬），经纪人会有更大的激励去促使他们投资于风险极高、缺乏流动性的有限合伙或私募基金（较高的利差/较多的佣金/丰厚的薪酬），即使这些基金对于厌恶风险、几乎承受不起资金损失的普通小投资者而言，可能是完全不适当的。

接下来讨论代理责任问题。一般认为经纪人是为他们客户工作的，应该为他们提供尽可能正确的建议，为他们做尽可能适当的事情。但实际上经纪人并非如此，他们不是客户的受信托人，而是他们所在机构的代理人。根据证券法规，那些为客户提供理财建议并收取固定手续费的人应该是经过注册的投资顾问，他们在为客户提供理财顾问服务时，负有受信托人责任，这就是说，他们必须把客户的利益放在第一位，永远站在客户一边，并披露任何潜在的利益冲突，明示在交易中所收取的价差，等等。但经纪人就并非如此。尽管他们的行事方式和投资顾问并没有什么两样，但他们主要是对他们的雇主负责，首要的任务是开拓业务（例如证券交易，账户/资产管理），使得他们所在的公司能够赚取佣金和手续费，自己能获取丰厚的奖金。他们身负的职责使他们必须公司第一，客户第二。当然，大多数经纪人也希望能改善与客户的关系。如果他们不能让客户高兴，就不能与客户建立良好的业务关系，也就不可能获得更多的交易，增加自己的销售收入或者获得更高的奖金。然而，一旦面临利益的取舍时，经纪人仍然会偏向自己所在的机构。所有这些都很重要，因为客户可能无法了解全部的情况，获得最佳的服务，或得到最有价值的建议。因此，如果出现一些值得疑问的建议，客户必须格外小心，法律并没有规定经纪人必须以客户的最佳利益为准绳。但是，经纪人仍然应该适当地向客户推荐投资，他们必须付出一定努力去了解客户的风险类型/投资偏好、投资目标和财务状况，并据此做出适当的投资推荐。证券交易所就曾以自律监管组织（self-regulation

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

organization，SRO)的名义多次强调了这一点[比如，纳斯达克(NASQ)交易规则2310条款和纽约证券交易所(NYSE)交易规则405条款都规定，经纪人在推销一项投资前，必须要了解客户情况，并且确保投资是适当的]。然而，一系列仲裁案件表明，大量的投资建议都是不适当的(而且，可以想像一下，那些受到侵害的投资者因为觉得太羞怯或尴尬，而不愿提出仲裁的案例该有多少)。

一旦了解了经纪人首先应该效忠于经纪机构，并且是按销售收入获取薪酬的，就不难理解，一系列糟糕的问题是如何发生的了。

* * * * * *

基金的神秘世界，第一部分：危险的边缘

那些由独立的企业或者由大型银行发起的共同基金，在个人投资者中非常受欢迎。大约9 500万普通小投资者持有共同基金，持有量占据着7万亿美元共同基金市场中的50%(1980年为10%，当时市场规模为1万亿美元)。但是需要提醒所有普通小投资者(当然，还包括其他投资经验相对缺乏的投资者，比如非营利机构)的是：尽管相关机构对基金进行监管，但基金的运作方式十分神秘，他们的所作所为并非总是正当。事实上，基金到底做了什么，又是怎么做的，大部分都是很隐蔽的。如果投资者想要知道基金到底怎么运作，就不得不进行长时间的艰苦调查，而且仍然可能难以获得他们所需要的全部信息。(而且，值得一提的是，这些基金还是在岸注册并进行公开交易的基金，并不是那些没有监管的离岸对冲基金，这些对冲基金就更不要提了，它们完全是在一个极端黑暗的世界中操作，这也是通常不允许普通小投资者参与这类基金投资的原因之一。)

基金非常受欢迎，因为基金能够投资普通小投资者无法投资的股票和债券，并对投资组合进行积极的管理，使投资获得合理的回报。这样做很有意义，因为专业的投资经理们对投资的经营可能会比一般的小投资者要高明得多。但不可否认的是，基金经理们常常自命不凡，有时候的表现会十分糟糕，而且有时候会进行极其危险的操作(他们也可能完全不顾危险，但暂且等到第六章再探讨这些)。事实上，在过去的几十年里，基金行业的基本特性已经发生了根本变化，基金已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经从一个具有受信托人责任的组织慢慢蜕变成一个巨大的营销机器。这表明如今的基金对业务的管理，以及基金优先考虑的对象已经与从前大不相同了，结果是，客户可能会遭受损失。这到底是怎么回事呢？

有些基金经理进行大量的短期投资，每年都会对投资组合进行多次的转换。有一项研究结果表明，有四分之一的基金投资组合的转换频率太高，它们交易的活跃程度已经超出适当的范围；另一项研究结果表明，投资组合的平均转换率已从20世纪50年代的15%(每6年1次)，上升到新千年的110%(每11个月一次)。这对投资者是不利的，因为他们不得不为基金向华尔街的经纪商支付额外的交易佣金买单，最终蒙受损失的还是他们。有些基金经理在买进或卖出基金前首先为自己建立好了仓位，或者向他们自己所管理的基金出售一定比率的证券(比如倒卖)，这样，他们就可以获得一些额外的个人收益。有些投资组合经理热衷于"投资组合泵"，在季度末编制财务报表前大量买入现有的证券，从而提升基金资产的价值，这是一种昂贵的短期财务报表粉饰行为。有些基金公司给予他们重要的客户(例如，主要的机构投资者)优先于一般投资者的待遇，比如盘后交易(after-hours trading)、择时交易(Market Timing)行为等(后面的章节再作更详细地探讨)。有些基金公司对他们投资操作中所具有的风险完全避而不谈。他们极力掩饰他们所进行的投资的风险性、实际处理风险的方式、问题出现时所采取的措施，以及受到赎回风潮冲击时他们使用何种退出策略等与风险相关的所有细节(而且，他们还常常对如何将衍生证券与结构性票据引入他们的投资组合避而不谈)。很多共同基金都非常关注营销，宣扬他们在过去的几个月或者几年里所获得的收益率[他们经常调整自己所宣扬的业绩，使之与某一特定时期里他们所获得的较好收益相一致；一些基金如范坎普尔(VanKanpen)、德莱弗斯(Dreyfus)和莱格·梅森(Legg Mason)，就因为"虚假广告"而被监管当局查处]。如果某一特定的基金业绩不佳(所谓的"老爷车基金")，它就有可能被另一业绩相对优秀的基金悄悄吸收，因为这有利于基金公司的整体业绩统计。而且，许多基金的治理结构存在问题。除极个别基金外[如先锋基金(Vanguard)]，一个基金系列中的每个基金都如同一个单独的公司在运作，并分别与基金顾问签订服务的合同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（例如投资的管理和执行），这意味着其中任何一个基金公司的董事会对基金的投资战略和管理都知之甚少，也就是说，可能每个董事会都能够获取一些投资战略和管理的信息，但几乎没有权力执行，而这会引发很多重大的问题，在以后的章节中我们将能看到这一点。

有些基金公司收取高额的手续费或佣金，为了混淆视听，还常常创造一些新词汇来掩盖这些手续费的性质（例如，分销费用、管理费用、延期上市销售费、退场费）。许多公司的日常开销和投资组合经理的报酬的账目都非常模糊（实际上，多数人对投资组合经理的薪酬，以及薪酬与基金怪异的短期业绩具有怎样的相关性浑然不知，而这两方面对投资组合经理的行为都有相当大的影响）。基金收取 12(b)1 费用（该费用来源于 1980 年美国证券交易委员会引入的 12b-1 规则，该规则允许基金每年从基金资产中动用一定的费用，以弥补包括广告在内的各种销售费用——译者注），以帮助他们支付各项与新发行基金相关的成本（监管机构对此曾提出过质疑，但数年来一直未能解决）。而且基金经常为经纪商提供的各种服务支付高于一般标准的“软钱”(Soft Dollars)佣金，并为把基金列入经纪商的销售名单而向他们支付额外的费用，这些费用最终又会转嫁给投资者（虽然准确的数目不详，但据估计，基金每年支付的“软钱”有 10 亿美元左右，每年为入选经纪商的销售名单而支付的费用有 15 亿美元左右）。在新千年的最初几年中，基金行业每年支出的各种费用大约在 350 亿～700 亿美元之间，具体大小取决于所计算基金的总体大小和度量标准；这些费用的大部分，相当于每年每笔基金的 0.5%～1%，都会最终转嫁到投资者身上（而且，尽管存在规模经济效应，这些费用却具有很强的刚性，几乎从来没有下降过）。

实际上，一般的投资者根本不知道事情的真相，也不知道到底支付了什么费用，只是知道费用很高，而透明度却很低。当然，并非所有的基金都在故意多索费用、迷惑投资者、倒卖证券或虚假广告，而且大部分的投资组合经理和基金公司都在努力做正确的事情。但有些并没有如此，他们更愿意在暗箱中运作，因此，对普通小投资者而言，还得自己小心。

* * * * * *

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高风险性投资

有时候，华尔街试图让它的个人客户进行非常危险的投资。当然，风险本身并没有什么错，而且与一般的观点相反，风险并非一定有害。它并非是潜伏在黑暗中等候捉弄无辜普通小投资者的猛兽，被正确地定价的风险（例如能带来合理的收益）完全可能是有利的。实际上，如果没有人愿意承担风险（财务上的或其他的），那又该是什么样子呢？或许，人们根本无法获得现在这样发达的经济和金融状况，因为正是风险资本在推动着经济引擎的转动。但是并非所有的人都能够承受风险，并能够将其资金投入其中。当然，个人投资者能够承担与其财产、收入、年龄、家庭状况，以及退休年限相适应的风险。但是他们一般都无法承担过多的风险。因为如果他们承担了过多的风险，后果可能极其严重，他们可能不得不承担他们所无法承受的损失，蒙受陷入财务困境的苦楚，他们也可能不得不出卖自己的房子或者动用留存的大学学费和退休基金，甚至不得不通过贷款才能弥补风险投资所带来的损失。风险犹如极滑的斜坡，很容易让人跌倒。

虽然经纪人可能也会（确实也）向他们的客户推销低风险的普通投资，比如投资蓝筹股、市政债券、国债和投资保守的共同基金，并且尽可能地让客户投资合理地多元化，然而，有些经纪人的做法却正好相反，极力向他们的客户推荐他们自己能够获得最高收益的投资项目（不论这些项目是否符合客户的实际财务状况或者投资目标），也就是说，向客户们推销一些投机性的科技股票、垃圾债券、新兴市场债券、担保抵押债券、高风险的共同基金和复杂的结构性票据（例如，那些杠杆化的或暴露在阿根廷比索、俄罗斯证券市场，以及土耳其债券市场风险下的证券，它们都有信用等级为“AA”或“AAA”的发行机构作为掩体，表面上很有吸引力）。这些做法也包括让客户集中持有某些证券，常常使客户处于危险的境地。一个多元化的投资组合可能无法达到单一品种投资所能达到的最高涨幅，但也不会出现极其剧烈的跌幅；普通小投资者应当避免任何可能导致自己倾家荡产的情况出现。当然，也包括让客户通过保证金制度使他们的投资组合杠杆化，或让其出售一些毫无对冲措施的看涨期权（甚至在牛市时）或者看跌期权（甚至在熊市时）。一个谨慎的经纪人应该会阻止风险厌恶型的客户参与上述任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何投资行为。但是由于这些投资策略能够产生丰厚的佣金，而丰厚的佣金又意味着高额的奖金，最终的结果就显而易见了。

华尔街不至于不知道这一切，他们已经很多次因为向普通投资者推销过于危险的投资而遭受责难了。通常的情况是，经纪人向普通小投资者推销一些高风险性的投资，当市场出现异常时，投资所蕴藏的风险就会全部爆发，于是投资者开始投诉经纪人（向经纪人的经理，甚至经理的经理投诉），致函监管当局，并威胁要采取法律行动，或付诸仲裁。这样，投资者会得到一些补偿，经纪人（及其雇主）会受到轻微的处罚，并支付少量的罚款。接着又开始新的轮回，一次接一次，一批客户接一批客户，周而复始。这一切都源于华尔街的经纪人总是千方百计地让客户进行高风险性的投资，以创造出更高的佣金和更多的销售收入，赚取更加丰厚的奖金。但他们忘了，一旦投资出现问题，银行（以及银行的投资者）就会遭受损失，他们会丧失客户关系（意味着未来的佣金），承受监管当局的罚金，并在一定程度上还会有损公司的良好声誉。这些交易对银行机构而言似乎并不划算，但这种现象却一直存在。

这种不当行为的例子实在数不胜数，选出其中几个有代表性的或许能更简洁地说明问题。通过这些典型的案例，可以让人们清楚地知道这些不当行为的内在特质，将这些特质推而广之，就可以探悉到仅仅在过去的数年里，个人客户服务领域内究竟发生了些什么（这些典型的案例，可以通过查看美国证券交易委员会、纽约证券交易所或纳斯达克证券交易所网站上详尽披露的关于违规和仲裁的信息而获悉，另外一个途径就是查阅针对经纪商的已经结案或尚在审理当中的集体诉讼，每一个案例读起来都是那么血腥，那么让人沮丧）。下面就是这样一些典型的案例。1997～1998 年间，摩根斯坦利在几宗涉及向其个人客户推销高风险性投资的诉讼中败诉。有些与基于担保抵押债券有关，有些则是与新兴市场的货币有关[通过本汇连动（Principal Exchange Rate Linked Security，PERLS）的结构性证券，这种证券将衍生证券、高风险的基础指数（underlying indexes）、固定收入票据结合到一起，形成一些非常棘手的高风险投资]。仲裁委员会最终裁定这些投资对普通小投资者而言实在是太危险了。2000 年 12 月，纳斯达克证券交易所指控摩根斯坦利违反了证券交易规则中关于反欺诈的条款，因为在 1993～1997 年期间他们低估了其销售给投资者的 21 亿美元封闭式基金的风险[通过添惠（Dean Witter），当时还没有被摩根合并]，3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万名个人投资者因为购买了这些对他们而言太过危险的基金而损失了6 500万美元。美洲银行[Bank of America，原国民银行(Nations Bank)]也曾受到责难，当时该银行下属的经纪公司向投资者出售一种信托证券，该证券把40%的资产投资到逆向浮动利率证券(这是投资经理们常常隐瞒不告诉他们投资者的高风险性细节)，以获取利率仅为1%的10年期长期国债。随着利率的上升，该信托证券损失了三分之一的价值，愤怒的投资者异常震惊，美国证券交易委员会公开谴责了美洲银行及其下属机构的"不正当销售行为"，并最终导致投资者的不当购买。在20世纪90年代中期，许多银行和投资经理们为他们的个人投资客户炮制了很多高收益的基金，只是没有向客户透露他们所获得的额外收益是因为承担了风险(例如，杠杆化风险或衍生证券风险)；许多基金最终风险爆发，导致客户投诉，基金的发起银行不得不迅速出面承担责任，弥补客户的损失(当然，是用股东的钱)。例如，佩恩·韦博就曾不得不自己掏出2.68亿美元来补偿购买其基金的投资者，类似的还有美洲银行6 800万美元、第一波士顿4 000万美元、美林2 000万美元，以及皮鲍·杰富雷(Pipper Jaffray)和安联(Alliance)。

* * * * * *

保诚的有限责任合伙项目

保诚金融[Prudential Financial，保诚保险(Prudential Insurance)的下属子公司，前身为保诚证券(Prudential Security)和保诚贝奇(Prudential Bache)]在其发展过程中出现过一些极为不幸的事件，曾因为使用不正当的推销手段，不能有效地监督共同基金的销售，为了赚取更高的佣金而不适当地销售高价基金，以及其他一些违规犯矩的事情而多次遭受责难。然而，该经纪行最大的错误，要算它的所谓有限责任合伙(limited partnership，LP)项目了，该项目最初被提出时犹如一个金矿，但后来却成为保诚证券及其个人投资客户的噩梦。问题要追溯到20世纪80年代，当时保诚贝奇公司的经纪人开始向客户出售有限责任合伙项目的股票，这些项目主要投资于一些当时炙手可热的资产，包括民用住宅房地产和商业地产、石油和天然气的开发项目，等等。经纪人热衷于这些投资，是因为他们可以获得数目非常可观的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

佣金，远远超过他们销售一般股票和债券所获得的收益。

许多有限责任合伙项目都是高风险的项目，充斥着信贷风险、市场风险、税务风险、法律风险，以及流动性风险，但保诚的经纪人却把它们当成完全适合各种个人投资者的项目进行推销，包括依靠固定收入生活的退休人员。事实上，许多投资者都被告知他们在进行具有固定回报的低风险投资，而这显然是不可能的。但是，既然经纪人如此掩饰，投资者又如何能知道实情呢？保诚公司的经纪人通过虚假地阐述项目所存在的风险，谎报潜在的"可保证的"收益，或采取其他任何能使他们赚取更多销售佣金的手段，在长达 7 年左右的时间里，向 30 万个人投资者无所顾忌地兜售了完全不适当的投资。这些经纪人非常圆滑，他们想方设法销售了 700 个高风险的有限责任合伙项目给毫无防备的投资者，价值高达 80 亿美元。

保诚最糟糕的有限责任合伙项目是投资在房地产和能源上的项目，这些项目在 20 世纪 80 年代末期变得几乎一文不值，当时税务法律改变，挤压了房地产项目一部分原本可以获得的利润，而能源项目也因为行业本身出现问题而陷入困境。有限责任合伙项目的股票价格一泻千里，投资者眼睁睁地看着自己的资金在眨眼间蒸发。更为糟糕的是，保诚的管理层明明在运作有限责任合伙项目初期就已经觉察到问题开始出现，却仍然不断地发行新的有限责任合伙股票，让追嗜红利的经纪人推销；事情最终真相大白，其管理层在 80 年代中期通过分配借入的基金，不适当地夸大了一些已经亏本的有限责任合伙项目的股息率，但直到 80 年代末期，他们都还在不断地筹建新的有限责任合伙交易。

1993 年，在收到大量的投诉之后，美国联邦检察官们对保诚及其下属经纪人的所作所为进行了一系列的调查举证，最终指控保诚犯有欺诈罪。罪行包括：缺乏适当的信息披露、虚假地阐述风险/收益和流动性、错误地评估投资的价值。联邦检察官在一项不同寻常的动议中同意，如果保诚能够建立一个补偿基金，并协同检察官正在进行的刑事犯罪调查，那么，三年内可以不再起诉。保诚与检察官们进行了合作，并避免了刑事诉讼。客户补偿基金的规模最终创下 10 亿美元的历史新高，保诚也改组了管理层，改善了内部控制体系，但是它的声誉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受到了巨大的打击(正如它的客户，即使有了补偿基金，也还是遭受了经济上的损失)。不幸的是，保诚并没有从如此惨重的经历中吸取教训，不时地受到新的指控(譬如，1999 年，保诚不得不为自己的欺骗性的销售手段支付2 000万美元的罚金；2001 年，又为自己带有欺骗性的养老基金销售手法支付更多的罚金；2003 年，因为伪造年金销售额、进行择时/盘后共同基金交易而遭受责难)。或许，对于某些人(公司)来说，他们永远都不会吸取教训。

* * * * * *

还有更多的案例可资说明华尔街糟糕的个人理财咨询建议。2003 年年中，法庭判定美林向一户家庭偿付 180 万美元，因为美林的经纪人向该家庭推销了5 700万美元的华伦(HALO)公司股票，使得该家庭的投资过于集中，这些投资后来随着华伦公司的破产而灰飞烟灭。损失似乎还不够，美林的经纪人还鼓动该家庭进行即日平仓交易(day trade)，结果也是损失惨重。这确实是一个极其糟糕的咨询建议：把资金集中投资于一种缺乏流动性的股票，还倾其所有资产进行即日平仓交易。有一位 59 岁的退休教师，把其 35.9 万美元的退休金存在 A. G. 爱德华兹(A. G. Edwards)的账户上，爱德华的经纪人却建议他把这些资金投资到 15 个十分激进的成长型基金中，全然不顾他的实际投资需求或风险承受水平，最后导致该教师损失了 20 万美元，超过了其退休金的一半。还有，美林曾被迫向一户遭受了投资损失的家庭偿付 150 万美元，因为美林的经纪人没有为客户履行基本的财务管理，譬如没有分散该家庭重金持有的阿里巴公司(Ariba)股票，没有设定止损措施以防止所持有的仓位发生严重损失，没有为抵押担保交易提供适当的税务咨询意见等等。又如，美林的经纪人曾建议一位提前退休客户从他的 401(k)退休金(该退休金投资于 8%的债券基金)中取出 32.5 万美元，投入宽频通信和互联网股票中，尽管该客户曾提出他不希望投资有任何风险，但经纪人还是为其进行了极其危险的投资，最终这些股票暴跌，客户的投资也全部付之东流。当然，蒙受损失的个人客户不止是他们，还有数百万的个人投资者因为听从他们经纪人的建议，在股市处于最高位时进入市场，以过高的价格购买了股票而损失数十亿美元(有些是因为分析师研究报告所提供的不适当的或虚假的投资建议，有些则是因为受到经纪人过分夸张的推销行为的影响，比如"网络股票的价值在下个月就会上涨两倍，如果现在不买入，你就将错过赚钱的好时机，也是十分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不明智的”，等等)。欧德折扣(Olde Discount)经纪公司曾被迫支付 700 万美元的罚款以平息对其的指控，当时该公司的经纪人经常向客户推销不适当的投资，强迫客户接受抵押金交易，不经允许利用客户账户上的资产进行交易，以及伪造交易记录，美国证券交易委员会指控其经纪人为进行上述不当行为提供了便利条件。经纪人也定期向他们的客户推销欧德折扣公司已经持有的高风险的证券，全然不顾这些证券是否适合客户。还有某拥有在线交易平台的经纪机构的经纪人让他的客户在三个月内进行了金额超过 400 万美元的证券买卖交易，而客户账户上仅仅只有 1.2 万美元，如此频繁的交易让客户损失惨重，而经纪人却获得了数目可观的佣金收入。

这样的事例几乎数不胜数，每年仲裁法庭受理的案件有成千上万件。事实上，绝大多数拥有强大零售业务的投资银行，包括美林、瑞士信贷第一波士顿、摩根斯坦利、花旗银行和瑞士联合银行等，都曾经牵扯到类似的仲裁或诉讼案件中。对于那些眼睁睁看着自己的经纪交易账户[如 401(k)、IRAs，以及储蓄账户]，在金融系统出现紊乱时而损失殆尽的普通小投资者，仲裁委员会成员给予了他们极大的同情。譬如，在 1987 年的股市崩盘、1994 年的担保抵押债券市场崩溃和 1997 年的亚洲金融危机中，因为经纪人提出的一些咨询建议不适当而引发的诉讼中，仲裁委员会非常明显地偏袒了个人投资者。同样，在“TMT”泡沫破裂危机中蒙受了损失的投资者也得到了仲裁人员的有利判决，很多华尔街机构被判定对他们推荐过分投机、风险过于集中的投资，或以夸张的研究报告吹捧股票的行为负有责任。

如果出现这样一种情况，譬如客户自己想要购买一些高风险的、完全不适当的金融产品(高达 10 倍杠杆效应的土耳其里拉票据)，那该怎么办呢？而且如果是客户确实想要这些金融产品，那又该怎么办呢？是否可以确定在这种情况下经纪人不应该负责任呢？答案是否定的，因为尽管从表面来看，经纪人只有当他们推荐了完全不适当投资的时候才应该承担责任，但有些仲裁委员会认为，经纪人有责任保护客户，使他们避免高风险投资所带来的损失。然而，实际情况到底如何呢？又有多少经纪人会让他的客户远离那些利差很高却又十分危险的土耳其里拉票据呢？似乎并不多见。他们常常祈望里拉票据不会崩溃，或者，即使崩溃了，他们的客户也不会控诉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

＊＊＊＊＊＊

糟糕的建议＝仲裁＋集体诉讼

华尔街的投资银行机构或许并不希望科技热潮的出现，因为虽然科技热潮的出现，可以为他们带来大量的首次公开发行新股、债券发行，以及并购业务，并从中获得丰厚的收益，但这一切早已过去，如今已成为华尔街历史的一部分。然而，这些业务所遗留的仲裁案件和集体诉讼却历久犹存，而且并非一朝一日可以了断。在2002～2003年间，投资者承受了高达6万亿美元的市场价值损失（其中有一半或许是由普通小投资者承受了），众多蒙受了损失的投资者当然不会就此罢休，而会坚持抗争。

监管部门要求经纪人应该向个人投资客户推荐适当的投资方式。虽然“适当”一词所表达的意思较为宽泛，但如果推荐一个只有固定收入的退休人员或者正在为孩子们准备大学学费的家庭，把投资都集中在一家网络公司的股票上，而且该股票的交易价格竟然是其2010年期望收入（而非盈利）的150倍，那么显然是不适当的。同样，无论是推荐以保证金方式进行交易的波动性很高的交易，还是敦促客户进行大量的即日平仓交易（一天交易10次、15次，甚至30次），抑或是推销其他高风险的投机策略都是不合适的。但在世纪之交股市日渐狂热的时候，这一切就是当时情况的真实写照，成千上万的投资者因此遭受了损失。当然，很多个人投资者确实应该为他们自己的轻率行为负责，很多的普通小投资者都承认当时是自己贪心，是他们自己（而不是经纪人）应该承担责任。他们有时候盈利，有时候亏损，但总体而言还是亏了，因此，尽管他们蒙受了经济上的损失，但并没有去寻找替罪羊，而是想要继续通过投资弥补自己的损失（或许，当下一次投机泡沫来临的时候，他们会吸取教训，不再进行如此鲁莽的投资）。

但是，确实有很多经纪人向他们的客户提供了不适当的投资建议，而且很多不适当的投资建议纠纷都诉诸了仲裁法庭。1994～2001年间，纳斯达克证券交易所平均每年的仲裁案件为5 000～6 000例，到2002年，这一数字迅速上升到7 700例，而在2003年的时候，已经超过11 000例了。很多纠纷都是因为“适当性”问题。仅仅在2002年，纳斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达克发布的信息表明，超过2 600例案件是裁定投资是否具有“适当性”，与2001年相比，大幅度上升了73%，纽约证券交易所类似的案件也增加了一倍(两家证券交易所的数据并不包括集体诉讼的案件，而集体诉讼也在迅猛增加)。共同基金行业也出现了同样的趋势。2001年，共同基金业有543例案件诉诸仲裁，到2002年，这一数据上升到1 249例，而2003年估计也有1 800例。同样，很多诉讼都是因为投资的适当性问题。虽然并非所有的仲裁判决都是不利于华尔街的，但是一般而言，个人投资者都会获得仲裁委员会较大的同情，判定获得赔偿的可能性要大得多(很显然，揭露华尔街充满利益冲突的投资研究分析报告，对帮助个人投资者赢得仲裁是非常有用的，这是第六章将要重点探讨的问题)。

有时候，由于自身的错误行为而引发的集体诉讼会使银行付出惨重的代价。几百个甚至几千个投资者会联合起来(作为一个法人实体)共同起诉银行的违规行为。这时候，很多律师会参与其中，并会进行多次法庭审理，因此，诉讼的审判过程可能会非常长，而且审判结果也可能发生很大变化。但毫无疑问的是，“TMT”热潮及其所引发的一些不适当行径，如今已经成为集体诉讼的重要缘由。例如，2002年，华尔街为解决证券方面的诉讼，掏出了21亿美元，平均每件诉讼2 000万美元(相对1996～2000年的平均水平，增加了40%)；2003年上半年，投资银行机构又为此付出了15亿美元的代价，平均每件诉讼2 500万美元。其中最大的一宗诉讼案件中，有55家投资银行被控告在20世纪90年代末期操纵了309家股票的首次公开发行。原告指控这些银行参与了一起“股票承销商、发行商和政府官员勾结欺骗公众投资者的计划”。控诉的焦点在于银行通过误导性的发行报告(从而人为地提升发行价格)、商业回扣，以及预先安排的盘后股票交易等手段牟取不正当的暴利。该案件对未来数年甚至更长时间里，华尔街与司法系统之间可能出现的情况有着指示性作用，如果上文提及的不适当行为还继续发生(幸运的是，正如人们所期待的，法官们是公正的判决者，他们拒绝了那些自己作出了错误投资决策的投资者所提起的诉讼请求，纽约的联邦法官曾经驳回了对美林、高盛和斯坦利的诉讼请求，因为法官认为，原告对于自己所进行的投资十分清楚，试图趁华尔街诉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讼缠身之际获取利益的意图很明显)。

因此,华尔街的金融机构(不,应该是他们的股东)不断地因为仲裁和集体诉讼而偿付客户损失,而且还得支付大量的潜在账单,不仅包括由不利的判决或庭外和解所引发的支出,还包括诉讼费用和相关资源的浪费。事实上,一些银行已经开始设立"意外支出基金"(rainy day funds)。为应付可能的诉讼,2003 年全年,花旗银行筹备了 13 亿美元的基金,J. P. 摩根大通筹备了 9 亿美元,瑞士信贷第一波士顿也准备了 4.5 亿美元。这是谨慎行为,抑或是承认有罪?

* * * * * *

关键的问题在于:华尔街的经纪人是否确实知道他们正在向自己的客户推销风险极高的有价证券,只是没有告诉客户实际情况;抑或他们是否自己也不清楚风险程度,只是极为粗略地阅读了分析师的研究报告,在利用晚餐时间向客户电话推销证券时,只能说出研究报告中极少一部分重点标出的内容。很难说到底哪个问题的后果更加严重。如果经纪人对他们自己所销售的东西全然不懂,那么他们应该去销售那些没有危险性的产品,例如吸尘器或者报刊征订这类东西。投资银行也应该受到谴责,他们怎么可以让不合格的员工,去伤害那些经济条件一般、经受不起欺骗的普通投资者呢?(事实上,已有法规明确规定,经纪人必须完全了解他们所出售的金融产品,只是这些法规常常被他们忽视了。如果经纪人还能出去陪客户打高尔夫球,那又有多少经纪人会花时间去看那 200 多页晦涩难懂的投资指导手册呢?)另一方面,如果他们确实知道自己正在向客户推销高风险的投资产品(例如,他们完全清楚"有吸引力的投资机会"中到底蕴含着怎样的风险),只是因为担心吓跑客户和丧失赚取佣金的机会,而不肯向客户透露实情,那么就真是十分危险。下面就是这样一种情形,经纪人四处搜寻,试图欺诈那些没有戒备心、根本不懂投资的孤寡投资者。

* * * * * *

压榨小客户

华尔街压榨普通投资者的方式很多,而且并不引人注意,这里仅仅列举三种:订单转介费(payment for order flow)、抵押金(margin)、自营产品(proprietary product)。这三种方式都是合法的,银行十分积

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极地使用这些方式的主要原因之一，是因为他们自己能成为大赢家，只是有时候以牺牲小客户的利益为代价。

过去，如果经纪人所在的经纪机构不是某种特定证券的做市商，不可以双向报价，那么，经纪人就必须向外询问3个价格，并选择最好的价格为客户成交。这样一种机制将保证委托交易的客户得到最好的执行价格。另外，如果交易是通过授权的做市商执行的，经纪人不允许分享交易所产生的利差。然而，如今经纪人可能会利用订单转介费：经纪人只是让客户委托的订单与(他选定的)某一做市商交易，做市商获得业务，赚取了买卖差价，再把部分利润分成给经纪人。这与赚取回扣没有什么本质差别。不论这种做法是否合乎道义，若是这种做法能使客户得到最好的成交价格，或许也是可以接受的。但是实际情况不可能如此，因为在这种机制下，虽然客户也应当得到最好的报价，但它的约束条件是相当软弱的，而且常常被不经意地忽略了。经纪人总是把客户的订单交给与他们关系最好的做市商，或者给予买卖价差回扣最高的做市商，这就是说，如果该做市商的价格并非最好的报价，客户就会遭受损失[而且，如果经纪人为一个拥有内部做市商的机构服务，例如，美林/赫尔佐格(Herzog)、高盛/斯巴达、利兹(Leeds)/凯洛格(Kellogg)、嘉信理财(Schwab)/嘉信理财资本市场(Schwab Capital market)，这些经纪机构作为一个整体，获得了与客户交易的全部收益，同样，经纪人也会全然不顾是否还有其他更好的报价]。虽然十进制的举措已经减少了这种行为的可获利性，但它仍然存在，有时还在上升。

抵押金是华尔街经纪机构的另一种可资利用的小把戏。经纪人常常督促他们的客户以已有的投资组合作为抵押，从而购买更多的证券。虽然这种抵押金驱动的交易，如果时机甚为适合，对适当的投资者而言，不愧为一种很好的投资理念，但在大多数情况下，它只不过被经纪人当作另一种牟利的工具(并非这对某些特定客户而言是较为适当的投资策略)，因为经纪人此时可以在三个方面赚取金钱：客户初始购买证券时收取的佣金，通过抵押再次购买证券时收取的佣金，以及客户因此抵押贷款而收取的利息。如果利用抵押进行交易对于客户而言是恰当的，而且符合客户的投资策略，那很好。但如果并非如此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么客户又会再一次遭受损失。经纪人常常在客户开立账户时就让客户签约接受抵押金交易，而不论这种交易是否适合客户，这使得经纪人以后可以更加轻易地让客户参与抵押金式的交易。

自营产品是压榨普通小投资者的第三种方式。大多数大型投资银行都有金融产品开发团队，负责开发内部投资产品，像基金、信托产品、LPs、结构性票据等，以销售给他们的客户。其基本出发点并没有错，通过开发自营产品，银行能够赚取更多的佣金和管理费，并能把客户留在内部交易，而不至于眼睁睁地看着客户流向竞争对手，因为竞争对手也能提供极好、而且完全互补的产品。为了确保自营产品在内部交易的成功，投资银行常常给他们经纪人更高的激励(例如，支付更高的薪金)，促使他们把产品推销出去。同样，经纪人向普通小投资者提供的投资建议也会存在偏颇，常常偏向于向他们推销银行最新开发出来的，或者自己打算抛弃的陈旧、糜烂的自营产品，根本不在意这些产品完全不适当，或者客户购买其竞争对手的产品能获得更加恰当的投资组合。如果自营产品对于客户而言是良好的、适当的，而且是最佳的，那真是太妙了。但如果情况并非如此，投资银行只是为了销售出更多的自营业务，那么普通小投资者又再一次受到了剥削。

* * * * * *

不正当行为

华尔街糟糕的咨询建议源自其不正当的行为，如故意犯错。不正当行为并非一定与高风险性的投资有关，任何投资都可能出现不正当行为。不正当行为能跨越道德与不道德的界限，完全可能是不道德的，甚至完全就是违法的。不正当行为的种类很多，譬如炒单和鼓动过度交易，撒一些小(大)谎，使用卑劣的销售手法，偏袒优先客户，等等。粗一看，这些不正当举动都是为了赚取更多收益(为经纪人自己，为本地区办事处，甚至整个机构)，但最终的结果常常是某个(两个，甚至上千个)个人投资客户因此倾家荡产，银行的投资者们也常常不得不因此替银行承受包袱——偿付客户的损失、向监管机构支付罚金，甚至失去业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

炒单、未授权交易，以及冒售

众所周知，大致来说，零售业务属于佣金推动型业务。虽然有金融机构推出了按年度收取资产管理手续费的方案，客户只需要为所托管的资产支付一笔固定的手续费，就可以获得免费的，或优惠的交易佣金（当然，并不是说按年度收取手续费就是很好的交易方式，因为这种手续费通常也是非常高的）。但是大多数投资者的账户，都是逐笔按交易量收取佣金的。正如前文所述，这使得华尔街的激励机制受到了扭曲，经纪人完全有动机不择手段地赚取更多的佣金，增加销售收入，为自己在棕榈滩（Palm Beach）举行的总裁俱乐部年度高尔夫球盛会上赢得一个席位。除了让客户购买能提取更高佣金的高风险投资品种外，经纪人也可能通过反复地交易——纯粹为了获取佣金而利用客户账户进行毫无必要的交易，来使自己的薪酬最大化（当然，这不仅发生在个人投资者身上，也发生在别的类型客户身上，只是所引起的后果要更加严重）。炒单交易（churning）已经持续了数十年之久，不仅给客户，也给经纪人自己带来了十分不幸的后果[譬如，一些华尔街经纪人，包括皮卡德公司（Pickard and Co.）、格雷戈里公司（Gregory and Co.），以及麦克道尔公司（McDowell and Co.），都曾在20世纪60年代后期的市场泡沫中，因为肆意处置客户的账户而遭受重创，最终导致了它们的灭亡]。炒单交易如今仍然在频繁地出现，远比一般人所知道的或公开报道的要多得多，在经纪商全权管理的账户中尤为常见。虽然没有严格的尺度可以判别反复交易是否确实发生了（因为一切都取决于客户当时所处的特定环境），但是监管机构和仲裁委员会看来已经开始使用账户资金周转率（account turnover）来作为判定是否存在反复交易的指标，如果每年账户资金的周转次数达到2～5次，就表明可能存在可疑的交易（账户资金周转率就是所有交易的市场价值与交易账户资金净额平均值的比值；因此，如果交易账户资金净额的平均值为40万美元，所产生的交易的市场价值为200万美元，则账户资金周转率就是5，这无疑意味着丰厚的经纪佣金）。

未经客户授权就擅自交易客户的资产，是不正当行为的又一种表现。同样，这种类型的不正当行为也不只限于零售部门，只是相应的影响力明显要大得多。为了让经纪人具有全权处置客户账户的权利——也就是代表客户执行相关交易——客户必须授予经纪人特别的权利。有时经纪人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尚未取得客户的授权就代表为客户进行交易，或者超出允许自行处置的范围进行交易（一般而言，授权经纪人全权处置投资账户的协议中往往有对交易价格和交易时间的限定），无论哪种情况，这些都是未经授权的交易。如果客户关注自己的交易账户，并发现了这些不正当交易，银行就必须进行反向交易（并弥补因此造成的任何损失，包括所支付的佣金）。这种未经授权的交易经常发生，仲裁委员会需要花费大量的时间来重现各种交易单据、交易凭证、时间戳印和电话记录，来确定谁作出了什么授权，谁做了什么，为谁做的，什么时候做的，以及为什么要做。

有时候，经纪人销售给那些没有戒心的客户的投资品种，并非来自他们自己所在的投资银行或经纪公司，而是来自于其他机构。这种行为称为“冒售”(selling away)，监管机构禁止冒售行为，但它还是存在。因此，某一投资银行的经纪人可能向他的客户推销由另一家欺骗性的投机商行所发行的高风险的有限责任合伙项目，投机商行再给予经纪人一定的回扣。如果有限责任合伙项目破灭，客户可能不能向经纪人所在的银行追索（尽管银行应该有内部控制体系，防止其经纪人出现这种行为），因此，受到经纪人不正当对待的客户或许不得不自己承担损失。

谎言、拙劣的贸然推销、徇私偏袒

有时候，经纪人会说一些本不应该说的话。为了向客户推销一项XYZ的投资，经纪人往往会说该项投资“肯定会盈利”或“保证会盈利”，或者XYZ“不可能亏损”或“不可能下跌”，这样说对客户而言，确实很具有诱惑力。实际上，正是因为诱惑力很强，这种说法成为了很多机构最常见的推销手法（尤其是那些小型机构，他们或许根本没有那么多时间和财力去培训他们的经纪人，使他们具有良好的投资推销技巧）。显然，任何这样一种说法都是不合法的，经纪人禁止就某项投资的前景作出任何承诺，但这些不合法的推销手法却极其普遍。

也有一些经纪人使用非常激进的销售手段（顺便提一下，仲裁委员会和法庭还区别对待“吹嘘”和“胁迫”，例如“这种债券看上去相当有吸引力”，就是属于吹嘘性的销售策略，这种类型的销售手法是法律所允许的；而类似于“你必须现在就购买这种债券”之类的销售策略就是胁迫性的，是法律所不允许的）。值得注意的是，经纪人必须持续不断地赚取一定额度的佣金，否则就面临调换岗位、降职，甚至解聘的危险。如果他们不能完成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特定的佣金收入，他们所管理的客户账户就可能转交给公司里的其他人，一切都得从头开始（与此同时，可怜的客户不停地从一个经纪人换到另一个经纪人——这是促使经纪人与客户建立良好关系，并向客户表示敬意的重要原因）。因此，经纪人会使尽各种手段完成预定佣金额度，在客户不方便的时候贸然推销，违反法规使用“你现在必须交易”之类推销手段，恫吓谦顺的投资者依照他们错误的建议进行交易。事实上，数年来，这些问题已经非常严重，监管机构不得不制定法规，规范经纪人的贸然推销行为（譬如，经纪人必须表明自己的身份，陈述推销的目的，在适当的时间进行推销，等等）。但是，监管机构真的能监控所有这些贸然推销行为吗？也许不可能。经纪人因为贸然推销而受到监管机构责难的情况毕竟只是个例，因为贸然推销行为实在难以监控。

不正当行为还有其他的表现形式，譬如徇私偏袒。举例来说，在华尔街进行新证券发行时，他们通常不会向零售客户分配新证券。在证券市场处于牛市时，这些新发行的热门证券不时就会出现（在市场处于泡沫形成期，更是非常频繁），任何人都希望能得到，因为新发行的证券意味着唾手可得的收益，如果普通小投资者能以 10 美元的价格分配到 100 股 ABC 首次发行的股票（或明显低估的股票，我们在第三章中探讨过这一问题），在首个交易日收盘就上升到 20 美元，正好涨了 1 倍。但普通小投资者得不到任何 ABC 股票，因为所有这些股票都会分配给那些即将与银行达成一笔大额证券交易的优先机构客户，而且，这些举足轻重的企业高层管理人员或许也愿意在将来把自己企业的并购或者新股发行业务给予银行作为交换[这就是所谓的分股（spinning），下一章将会探讨这一问题]。因此，新证券发行分配过程肯定歧视了普通投资客户。更让人气愤的是，一旦新发行的证券的价格被高估，经纪人就会开始在二级市场大肆向普通个人投资者鼓吹，而且就在个人投资者接手完那些幸运的优先投资者抛售的第一波筹码以后，股票价格会开始大幅度下跌。实际上，个人投资者可能获得银行新证券分配的惟一机会，恐怕只有在银行非法地收取夸张的所谓“优先”分配佣金以后；但这一点暂且留到下一章再探讨，因为这是一个明显违背信托责任的例子。

在有些情况下，经纪人承诺他们将为客户实践某些做法，但根本不会兑现。譬如，他们可能承诺给予客户一定佣金折扣或更低的价格，或者新发行证券的分配机会，等等，但这一切都只是为了赢得眼前的业务，事情一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过，就把许下的诺言忘得一干二净。在这种情况下，客户们几乎没有什么追索的手段。当然，他们可以通过经纪人的经理们要求经纪人实践诺言，获得满意的答复，但这不会有任何作用——最为可能的结果是客户最终不得不放弃。有时候，甚至是整个行业会同时向客户承诺一些事情，但“忘记”去履行诺言。例如，2003 年全国证券经纪商协会(NASD)查处了 600 多家银行和经纪行，他们在一项投资计划中承诺向全国9 500万共同基金投资者提供约 1/3 的优惠折扣，但并没有完全实现。监管机构曾经查处过一家机构，但他们发现很多家机构都没有实践折扣承诺。他们怀疑这一事件可能更加普遍，于是进行了广泛的调查，结果发现了数百家机构涉及其中。核心问题在于，如果投资者购买一定份额的基金，就应该给予他们佣金返还，这是共同基金行业自己制定的一项规则，经纪人也同意执行这样一项规则，可后来竟然“忘记了”。因此，全国证券经纪商协会裁定违规的共同基金或经纪机构立即向客户返还佣金，并支付利息。

* * * * * *

警示信号

普通零售客户怎样知道自己获得的建议是好是坏？所购买的投资是否风险太大？是否受到了误导？账户是否会出现大量的赤字(虽然令人不快，但现实中却可能出现)？这些通常都不是很轻易地就能得到答案的问题，但回顾过去所发生的不幸，我们可以从中总结出一些警示信号，从而多加提防。

- 经纪人从来都不回访，不回应有关账户交易或证券估值的问题。这对从事客户服务业务的人来说，绝对不是一个好的信号。
- 经纪人过于热情地推荐投资，成天打电话，不断通过联邦快递公司传送信息，用电子邮件发送最新的研究报告。这可能就是银行正想极力摆脱的一项拙劣的高风险性投资，而且银行可能向经纪人支付双倍的薪酬激励他们去推销这种投资。风险可能非常之高。
- 经纪人不能解释投资的风险，也不能清楚地阐述不利情势下投资的情况。息票、收益或者支付方案不标准或者不能为一般智商的人所理解。投资操作手册中含有“杠杠”、“不保本金”、“重新调整”、“阿根廷”、“印度尼西亚”、“消极性条款”(negative convexity)、“中止锁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定"、"缺乏流动性"、"波动"、"有限责任合伙"、"私募"等字样，风险可能会非常非常的高。

● 经纪人不能说明一项基金是否收取佣金(有收费或不收费)。一些表面"不收费"的基金，实际上只是没有预付费用，但可能会收取年费或者转换费。

● 银行双向牟利——对一个账户收取多重费用，譬如收取年度资产管理手续费的同时逐笔收取交易佣金。这是一种多重收费、掠夺客户的行为。

● 经纪人推荐错误的收费方式和账户结构。例如，为交易活跃的客户提供高佣金和低年费收费结构，为不经常交易的客户提供高年费和低佣金的收费结构，并且不告知客户还可以有其他选择。

● 经纪人敦促客户进行大量的即日平仓交易、抵押式交易和期权交易。这意味着经纪人能获得更多的佣金，而客户则可能获得更高的风险。

● 经纪人使用夸张的(如违法的)措辞，使其所推销的投资显得不存在任何问题，如"保证"、"赢家"、"肯定的事情"、"我自己也购买了，我的朋友们也同样购买了"、"没有风险"、"没有问题"、"我只对我最好的客户透露这一点"。

如果出现了上述情况，就要当心了!

* * * * * *

向客户出售高风险的投资产品或不正当地对待客户的恶习的根源，或许在于缺乏对客户的尊重和有效的内部控制。如果投资银行的管理部门(无论哪个层次的管理部门:分支机构、地区分公司、国内总公司，以及全球总部)对确保经纪人队伍做正当的事情、传达正确的消息、出售适当的投资产品并不十分关心，而只是想尽可能地赚取佣金和手续费，那么经纪人队伍就可能做不正当的事情、传递错误的信息、出售不适当的投资产品。高层管理人员的态度很重要，如果高层管理人员的态度倾向于欺骗普通小投资者，以确保每一季度的佣金收入和利润目标能够实现，那么经纪人队伍不正当的行为肯定会出现。也可能是投资银行缺乏有效的内部控制体系。或许，银行机构的总部或者全国销售部门的高层管理人员并不知道他们的经纪人在做什么，也不知道经纪人在推销什么产品，以及怎样推销产品，更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不知道经纪人到底向客户作出了何种承诺(譬如,"不要担心,琼斯太太,这个俄罗斯卢布融资票据/150倍市盈率的网络股票/抵押担保证券/能源有限责任合伙项目对你再合适不过了,它将成为你每月固定退休金的良好补充,带给你良好的回报,让你高枕无忧,并且如果你想退出投资,我们肯定能为你做相关的安排、保证")。与零售业务问题相伴相随的事实是,任性妄为的经纪人总是能够全身而退,因此,并没有特别的机制刺激他们循规守矩。一些华尔街的机构甚至把经纪人违规犯法所产生的损失当作他们业务成本的一部分。他们可能受到监管当局轻微的责难,支付少量的罚金,偿付客户一些损失,然后继续进行不正当的勾当,因为他们知道,他们所犯下的罪行中,只有很少一部分会闹上仲裁法庭(其他的不会有任何事情,因为一旦投资出现问题,普通小投资者常常因为顾虑太多或者觉得太过尴尬而不愿意追究银行的责任)。并且,投资银行绝大多数的不正当行为都不为人们所知(譬如,通过非公开的仲裁而不是公开审理的法庭诉讼),一切都显得十分平静,事情没有公之于众,银行声誉无损。因此,尽管法规和监管规则都规定,华尔街不是一个买者自重的市场,但私人投资客户仍然必须谨慎。

* * * * * *

斯坦利的基金家族

共同基金是华尔街经纪人的一项重要业务,他们有各种动机尽可能销售基金。投资银行总是想要销售自有品牌的基金,这些基金往往由银行自己开发和管理,并通过自己的销售队伍销售出去,因为这些基金会带来更多的收入,譬如,实际管理基金的年费,以及向零售客户群体出售基金时收取的佣金等。美林怎么会去销售富达(Fidelity)或者摩根斯坦利的基金,摩根斯坦利怎么会去销售先锋(Vanguard)或者花旗的基金,而使自己失去额外的收入呢?然而,有人认为,如果美林或者斯坦利不出售富达或者先锋的基金,他们的客户可能就得不到最适当的投资组合。如果客户应该投资纽约市政债券基金或者亚洲股市成长基金,而银行机构又都不能提供,那么银行就有可能向客户推销自己康涅狄格市政债券基金(错误的)或者拉丁美洲股市成长基金(错误的),这样它就能赚取更多的手续费,并避免把业务拱手让给竞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

争对手。监管机构在数年前就发现了这个问题，规定银行机构必须提供第三方基金，这使得情况有所改善(但并没有根本改观)。此外，投资银行推出了不同种类的、具有不同收费结构的共同基金，以便投资者根据自己的财务状况选购最适合的基金："A"类型的基金收取预收费用，但年费与退出收费相对较低；"B"类型的基金没有预收费用，但年费和退出费用相对更高；"C"类型的基金没有预收费用和退出费用，但是年费相对更高。三种基金中可能有一种会好于其他两种，但这取决于投资者的税务状况、投资水平和对资产流动性的要求。监管机构要求经纪人根据客户的最佳利益，向投资者推荐最适合的基金品种。

上述手段构成了摩根斯坦利违背法律的基本方式。摩根斯坦利是一家大型的共同基金公司，既有自己的内部基金，也有通过并购范·坎朋·梅里特(Van Kampen Merritt)资产管理公司而获得的基金。与其他的投资银行机构一样，摩根斯坦利也希望尽最大可能地把自己的系列基金卖给个人投资客户，使自己的佣金收入尽可能达到最大程度。由于过于激进地推销自己的基金和过于追求佣金收入最大化，自1998年起，摩根斯坦利就不断地遭受投诉、诉讼，以及美国证券交易委员会、全国证券经纪商协会和州证券监管机构的监管处罚。2003年，该银行被指控向客户销售有问题的基金，零售业务部门的负责人也被指控监管不力。看来，斯坦利经纪人为了给银行赚取更多的佣金收入，而向客户推荐了不适当的基金种类，推销出了太多的B类型基金，而且没有向客户提供其他可供选择的投资的充分信息(A类型基金和C类型基金)。B类型基金表面看来很吸引人，因为客户无须支付预付费用，但需要支付相对更高的年费，而且如果客户在8年内出售所购买的基金份额，那么他们将至少需要支付6%的递延销售收费，这肯定不是所有投资者的最佳选择。斯坦利所销售出的基金中90%都是B类型的。该银行也被指控违反了反欺诈条例，他们向销售内部基金和14个"优先伙伴"(prefered partner)基金的经纪人支付额外的报酬，并且没有向投资者披露他们使用了这样一种"诱导"销售措施(1998～2003年间，斯坦利向客户销售的基金中，至少有50%是内部基金和优先伙伴基金，所占比例远远高于其他投资银行)。到底是什么样的诱导措施呢？在1999年至2002年，摩根斯坦利举办了20次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售竞赛，其中卖出内部基金最多的（或者，内部基金与外部基金之比最高的）经纪人，将获得任意支配资金进行市场营销的权利，以及额外的非现金福利（休假、娱乐票券，等等）。如果分支机构属下的经纪人售出斯坦利或者范·坎朋（Van Kampen）的基金，分支机构的经理们就能获得更高的薪酬（出人意料的是，监管机构关于给予现金福利的规定，并没有涉及分支机构的管理人员）。还有更加尴尬的一幕，在斯坦利 2002 年秋季的一次销售竞赛中规定，如果谁能销售出最多的内部基金，就能获得 10 万美元“大奖”，东北区域的副董事长为此专门发出了一封电子邮件，通告了竞赛内容、目标销售水平和奖金，并特意补充道：“请不要通过电子邮件或者传真等书面形式把您正在参与的竞赛的奖励情况透露出去。”[1] 然而，这些言语最终还是成为了很多有影响力的报刊的头条新闻。但重要的是，斯坦利的经纪人通过销售内部基金（与合伙基金），以及销售 B 类型基金（而非 A 类型或 C 类型基金）赚取了更多的收入，这就是说，斯坦利的客户并非总能得到最适当的投资和服务。斯坦利最终对指控供认不讳，向美国证券交易委员会支付了5 000万美元罚金（也向纳斯达克支付了一定罚金），并承诺改革其操作流程。紧接着，美国证券交易委员会又顺利查处了另外 15 家具有同样不正当销售行为的机构。

* * * * * *

如果投资银行及其经纪人队伍开始忙于利用卑劣的研究分析报告（明显过高的盈利目标与价值评估，太过乐观的盈利展望）和激进的销售策略，推销大型联合企业的股票（或者互联网公司、光纤网络公司、能源贸易公司、新兴媒体公司、无线通信设备公司、芯片制造公司、软件设计公司，以及电子商务咨询公司的股票），一旦泡沫破灭，他们必将遭受损失。当市盈率为 100 倍的股票一落千丈，损失惨重的投资者就会愤怒地指责银行的卑劣做法，而且，随着普通小投资者离开市场（他们一边慢慢恢复自身的元气，一边谴责那些该死的经纪人，可能要持续 1～3 个月），银行会因此损失数目相当可观的佣金收入。如果投资者还是不愿意来参与交易，银行机构就不得不推出更加便宜的不收费用的共同基金或一些市场导向的投资工具（譬如，某种基于一揽子指数的证券或以外汇交易的基金），而无法推出佣金更高的单个股票交易或者昂贵的、全部收费的基金。1987 年，当时投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

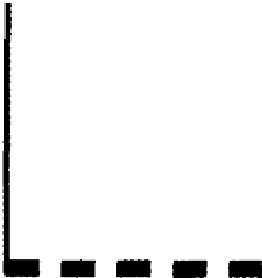
者遭受了严重损失，华尔街整整过了17个季度才使交易额恢复到以前的水平。华尔街大肆热炒的TMT股票泡沫破裂以后，零售客户交易量下降了70%，并在随后的三年里一直都很低迷。由于多数银行的零售业务部门的成本相当高，一旦零售业务衰退，以下两种情况就会出现：华尔街的投资者获得微薄的投资回报，大量经纪人被解雇。这种繁荣与萧条轮回一定程度上是华尔街自己造成的。当然，这不仅发生在股票交易市场，也发生在其他业务领域，譬如杠杆化的新兴市场票据、房地产信托投资、货币市场基金，等等。一般情形就是：华尔街热炒某种业务，于是大家蜂拥而入，接着市场急转直下，价格下跌，大家又纷纷退出市场，并且在此过程中遭受严重的税收返还损失。

不论根本原因何在，已经有许多不幸的投资者在一波又一波糟糕的咨询建议中遭受了损害。当然，并非所有的银行都有肆意对待零售客户的不正当行径，只是在某些情况下，少数几个坏苹果毁坏了一筐苹果而已。华尔街还有许多正直、勤奋的经纪人，他们在实实在在地尽力做适当的事情。但是华尔街发展历程表明，华尔街在对待普通小投资者方面确实还存在问题。



注释

1. S. Syre, "Instant Incrimination," *Boston Globe*, August 12, 2003.



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　违背信托责任

本章探讨华尔街面向客户所担任的诸多角色中的最后一个，即负有信托责任的咨询顾问和受信托人。从某种意义上来说，这也许是华尔街最为重要的角色，因为华尔街的职能就是履行信托责任。华尔街所从事的业务都基于如下行为：良好的信任度、银行机构为客户提供恰当的服务、维护客户最佳的利益、使他们免受不正当手段的侵害。至少，人们想像中的华尔街的行为应该如此，但正如我们将要看到的，华尔街的行为并非总是如此。

首先，让我们查阅一下《韦氏新世界简明辞典》(第二版)，快速温习一下如下词汇：

Trust：信托(名词，源自 traust)

1. (a)对另一个人的诚实性、可靠性等的坚定的信念；(b)负有信托责任的人。

2. 充满信心的期望、希望等。

3. (a)对某人充满信心的行为；(b)因为信托而形成的责任。

4. 照管；托管。

5. 委托给某人的事情；责任。

既然翻开了字典，不妨也查阅一下：

fi—du—ci—ar—y：受信托的(形容词，拉丁语，fiducia，也见 FAITH [信任]一词)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 指派的或某人受另一人委托而掌握某物的。

2. 守信用的。

3. 因为公众信赖才有价值的。

这些都是很重要的概念。当客户(不论是机构客户还是个人客户)寻求与华尔街建立业务关系时,他们都希望这种关系建立在信赖、诚实、可靠、谨慎以及保管的基础之上。他们把自己的金融资产、财产保管,甚至经济前途委托给华尔街,必定是因为他们相信他们会得到华尔街的妥当安排,委托给华尔街的资产也将是安全的。一般来说,也确实如此,许多华尔街人士都尽可能适当地行事:他们给客户提出适当的建议,他们确保证券是安全的,如果客户声明"请不要让我承担风险",他们就不会为这些客户购买具有风险性的投资产品。他们不会让个人或职业的利益冲突去妨碍他们履行自己的责任和义务,每当评估一项交易或进行审慎性审查时,他们都会尽自己最大的努力做好。他们不会参与欺骗行为,也不会助长不诚实的客户的不正当行为。但有些华尔街人士根本不遵从这些准则。他们利用客户对他们的信任牟取私利;他们违背道德行为准则,做一些不该做的事;他们不顾受信托人责任,甚至干起欺诈的勾当。有时候,只是少数几个坏苹果毁了一筐苹果,但有时候,却有很多筐坏苹果,甚至整个果园都是坏苹果的情况也屡见不鲜。

如果机构客户和零售客户不再信任华尔街,对它丧失了信心,那会导致什么样的结果呢?正如上文所述,许多人把自己赖以维持生计的财产、毕生的积蓄,甚至未来都托付给银行家们运作,但如果他们的财富和对未来的希望因此受到了危害、侵损或威胁,许多人就会遭受损失。那些失望的或者受到了不正当对待的客户就会离开已经违背了信托原则的 A 银行,而转向 B 银行,以期望得到更好的对待(当然,如果证据充分,他们也可能把 A 银行告上法庭)。但如果 B 银行与 A 银行同是一丘之貉的话,他们就只能寻找其他方式来满足自己的金融需求,比如不再借助于华尔街的某些中介职能(例如,一些企业直接向投资者发行商业票据和债券,还有一些企业使用自己内部的"投资银行"来探寻并处理并购业务,个人投资者则通过电子商务或"自助"(DIY)的理财策划平台来处理自己的金融需求)。因此,以一种毋庸置疑的态度努力履行受信托人责任,才符合华尔街的最佳利益。一切都必须光明正大,这不仅从学术上而言肯定应该如此,也是妇孺皆知的道理。即使仅仅是表面上的利益冲突或错误行为也不可以接受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（不要忘记韦氏词典的解析“因为公众信赖才有价值的”）。不管这种责任是法定的责任(例如,银行作为客户的代理人,必须在客户的明确指导或指示下行动),还是道义上的责任(例如,银行作为一个“有道义的组织”,有义务勤勉地履行自己的责任),银行都必须完全适当地履行信托责任。如果他们做不到,就会遭受经济损失(损失收入和罚金,甚至可能更糟,取决于问题或违规的严重程度),更重要的是,这将会损害银行的声誉。如果华尔街欺诈了客户或逃避责任,事情马上就会传开。但最终,华尔街也有常人的七情六欲。毕竟资金很重要,因为是它有助于获得业务——如果没有资金,在谈判桌上就没有一席之地。然而,如果没有人的因素——声誉、道德、技术、智慧和正直——那么,一切都将不复存在。因此,很多人都把受信托人确保充分地履行了受信托人责任,以维护信用和商誉等无形资产,当成理所应当的事情。但不幸的是,事实并非完全如此。华尔街违背客户信托责任的事情出现过很多次,比如,违犯监管规则[突破“中国长城”(Chinese Wall)、提前布局(front running)、分股(spinning)等],存在明显的利益冲突,没有履行适当的审慎性审查或保证客户的资金安全,等等。事实上,为了获取业务,信托责任经常成为银行机构首先牺牲的羔羊。

* * * * * *

收益燃烧

2000 年 4 月,各大媒体报道的头条新闻都与 17 家投资银行有关,当时,他们同意支付 1.4 亿美元罚金以结束对他们的指控,他们被指控将证券定价过高,欺骗了联邦及州政府,该案件如今通常被称为“收益燃烧”(yield burning)案。这些投资银行都是惯有的“疑犯”(包括美林、雷曼兄弟、摩根斯坦利、高盛、瑞士信贷第一波士顿、前花旗所罗门、瑞士银行集团、佩恩·韦博、狄龙·里德,德意志银行)和一些小银行[包括拉扎德(Lazard)、戴恩·劳舍尔(Dain Rauscher)、霍乎(Hough)、帕袍·杰弗里(Piper Jaffray)、保诚(Prudential)、雷蒙德·詹姆士(Raymond James)、巴富特(Bardford)、威特第一银行(Wheat First),A. G. 爱德华兹(A. G. Edwards)、西南证券(Southwest Securities)、核心州银行(CoreStates)、全盛银行(Meridian)等]。因此,华尔街又一次“很好”地展现了自己的错误和过失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此事件可以追溯到1995年，当时一位名叫米歇尔·李塞克(Michel Lissack)的所罗门公司执行董事，以匿名身份把上述绝大多数银行告上了法庭，控告他们违犯了《虚假申报法案》(*False Claim Act*，后来又控告他们违背了证券和美国国内税务署相关法律)。这引发了监管机构长达数月的调查取证，后来终于真相大白，自20世纪90年代初期开始，这些华尔街的银行机构就热衷于在发行市政债券时大肆提高债券的价格，从而欺诈了政府部门。

他们操作的过程大致如下：当利息开始下降时，市政机构发现重新筹措他们的债务资金有利可图(正如房产的购买者在利息下降时会选择重新进行房产抵押贷款一样)；这种"提前偿还债务的方法"可以降低他们的利息成本，减少预算开支。重新筹措到的资金将会投入一种第三方托管的投资组合，这些投资组合再投资于美国政府债券，这样就可以为市政机构产生足够的现金流偿还债务。但为了抑制市政机构无限制地在低利率时借入资金，进行一些微利的投资(譬如，仅仅为了获取微小的利差，而使市政机构的财务杠杆变得很高)，第三方托管的国债投资组合的收益率不能高于新发行的市政债券的收益率。如果果真如此，那么所有的超额收益都将由联邦政府获得。因此，市政机构利用他们税收上的优惠而购买的政府债券投资的收益有一个上限。很显然，市政机构筹措到的新资金只能足够偿还原有的债务，而不足以进行利率投机。

接下来华尔街粉墨登场，为了能克服这一小小的技术难题，所有这些热衷于承销市政债券的投资银行，都趁机提高市政机构通过第三方托管机构购买的政府债务的价格。通过抬高政府债务的价格，银行就人为地压低了(或燃烧了)债券的收益率(因为债券的价格与收益率之间具有反向关系)，并窃取了利润——压榨了联邦政府本应该获得的额外收益。还有一些个别市政机构被银行骗取了过高的手续费，包括马萨诸塞州大众福利基金(Commonwealth of Massachusetts，该州在1993年的偿还债务中，因为被高盛收取了过高的手续费而遭受了损失)，肯塔基州立基金[在1992年的债券业务中被拉扎德(Lazard)收取了过高的手续费]，等等。或许，华尔街的投资银行家们觉得，诈取联邦政府、州政府或市政机构是可以接受的，但这和欺诈纳税人并没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有两样。而且，若不是被他们内部的人所揭露，他们或许会继续这样干下去。

* * * * * *

违反法令

为了确保客户、投资者、债权人以及纳税人的合法权益得到保障，华尔街必须遵守很多规章条令。那些遵规守矩的机构可以获得利益相关者的信任，尤其是客户们的信任，因为客户们都希望那些与自己有业务往来的机构能以正当的方式处理业务，而不希望他们贪图小利或铤而走险。那些违规犯矩的机构会失去人们对他们的信任，最终会得不偿失(但他们只有被抓住后才会受到惩罚；虽然我们无法确切地知道到底有多少机构未被抓住，但几乎可以肯定地说，有相当一部分机构成功逃脱，而没有受到任何处罚)。但至少，任何没有遵守法令的机构都可能危及他们的客户，并使得自己的声誉蒙受阴影。尽管违犯法令有如此不利的影响，但很多个人、团队、甚至是整个机构非常频繁的违规行为还是让人十分吃惊。

中国长城

“中国长城”并非是指古代中国王朝遗留下来的建筑工程，它只是一种无形的屏障，用来隔离供职于同一银行机构的不同团队。那些与机构客户联系紧密的(特别是那些从事证券发行或者企业理财之类工作的)投资银行人员应该要保守一些敏感的非公开信息，这是很自然的事，因为这些信息或许就是那些不道德的家伙(公司)想要获得，并以此牟取暴利的信息。因此，这种无形屏障就是要使投资银行人员、交易操作人员，以及研究人员不能分享客户的信息，诸如客户正在做什么(或正打算做什么)，客户的非公开的财务状况怎么样，等等。从理论上来看，如果“中国长城”运转正常，那么，那些需要获得机密信息的人能够顺利得到，而那些不需要知道的人，将无法获悉。

华尔街的“中国长城”并不是一座用砖头和泥浆精心筑成的、10英尺高的宏伟建筑奇观。实际上，它只不过是一个只有两尺多高的、缺砖少瓦的、正面临崩溃的丑陋小土堆。更为严峻的事实是，信息能顺利跨越“中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长城”，那些本不该得到客户非公开信息的人实际上获悉了。这种情况是不容许的，因为这是一种道德的丧失，而且如果有人试图利用这些敏感信息来谋求职务上的或个人的利益，情节就变得更加严重，这已经触犯了法律。因此，常常可以发现研究人员定期和投资银行人员交流，投资银行人员又和交易操作人员交流，交易操作人员又把所获得的信息告诉其他任何人。而且，可以肯定，他们这些人之间的交流决不会是天气或球赛什么的，他们谈论的都是某某公司将要宣布的一些重要情况（比如遭受了重大损失、企业扩张、面临诉讼、收购等），这些信息将会动摇该公司在证券市场的表现，并影响即将开始的可转换债券发行。试想一下，我们应该如何处置我们的交易账簿？什么信息我们应该告诉（或不告诉）我们的投资客户？我们可能在我们自己的个人账户中做些什么（或者，我们的配偶、姐妹、堂兄弟在海外开曼群岛的信托账户）？

从理论上来说，“中国长城”应该具有很好的隔离作用，但在实际操作中却不是如此。人与人之间的相互交流很自由，而且也是很便利的，要让人彼此不说话是一件很难的事情。当然，也有一些操作规范防止信息被滥用，比如，要求投资银行在即将为企业发行新证券时，把研究人员通过“中国长城”隔离起来（比如，给予他们交易的详细信息，然后让他们进行封闭式研究），或者要求企业遵守《公平披露法令》(*Regulation of Fair Disclosure*，也就是说企业披露给研究人员的所有信息都必须公之于众)。但银行的职员们自己不会主动如此操作，大多数情况下，需要内部领导和控制体系，然而，有时候这样的体系并不存在。客户和投资者不应当仅仅因为华尔街有“中国长城”，就认为它能起到应有的作用。

提前布局，合谋勾结，内部交易，不适当交易，欺诈

在交易过程中，华尔街的投资银行必须遵守某些规则，这样客户权益才能得到很好的保障。这些规则涉及提前布局、双向交易(interpositioning)、合谋，以及非竞争性交易等方面。虽然这些规则具有很强的专业性，但它们对于保障客户得到公平的交易是非常重要的。因为交易是零和博弈，每一个赢家，都必定对应一个输家，如果没有这些基本的交易规则，谁将是输家就不言自明了。

简而言之，提前布局就是为了轻松地赚取无风险的利润，而抢先在客户之前交易。这种行为违背了交易规则，是违法的，但在很多公开交易市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场[例如，纽约证券交易所、芝加哥商品交易市场(CME)和芝加哥期货交易市场(CBOT)]，以及场外柜台交易市场(OTC，例如华尔街就有很多柜台交易市场)都存在，而且可能远比我们想像的要多得多。在公开交易市场，提前布局行为有时可能被发觉，因为这种市场环境还是比较透明的，任何操作都会得到即时记录(但这仍然不能保证所有的违规行为都会被发现，交易所多年来的表现已经证明了这一点)。要在场外柜台交易市场查出提前布局行为就更加困难了，因为在这种市场很少有信息公开发布。例如，某个掉期业务做市商得到某客户进行大笔交易的指示，该做市商首先为自己的自营账户进行一笔交易，然后再为客户进行交易。由于客户所下的单很大，足以推动市场变化一两个基点，这样，该做市商就因此赚取了无风险的利润，没有比这更加精明的了！再比如，某位共同基金的投资组合经理计划在几天之内大量买入英特尔或微软的股票，他就会通过美国国家广播公司有线电视网(CNBC)大肆吹嘘基金的以往业绩，并表示将大举介入英特尔或微软的股票，这会导致基金所持有的英特尔或微软的股票价格有所上升，从而帮助基金在季度报告前提升业绩。当然，投资组合经理自己的个人账户上也已经买入了大量的英特尔或微软的股票，也将从他的价格操纵中受益，这种操作方法本质上就是提前布局的变异，称之为劫利(scalping)。

公开交易的证券交易所还必须遵守其他一些规则，比如积极义务(affirmative obligation)、让渡义务(negative obligation)和双向交易(interpositioning)等。如果市场中买卖双方之间的交易存在不平衡，通过竞价参与市场交易的专业会员有责任接受公众的订单委托(积极义务)；如果买卖双方之间能够直接交易，专业会员就不应该妨碍他们成交(让渡义务)。因此，如果股票的买方和股票的卖方在市场中已达成买卖协议，专业会员就不能阻碍他们之间的交易，卖出自己自营账户的股票(这会构成双方交易)。交易商也不得互相串通勾结(少数几个交易商通过事先安排客户交易来赚取额外的收益)，不得进行非竞争性交易(交易商单独和一方交易，而不在公开市场进行竞价交易)。他们也不得盗取价差，即如果专业会员同时受到一个限价委托(limit order)和一个市价委托(market order)，该专业会员可以决定是让这两个委托相互执行交易，还是仅仅执行市价委托，而不执行限价委托，这样就相当于交易商不但获得了价格下限保障，而且也能享受价格上升带来的收益。这种操纵的过程如下：如果某做市商接到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两个委托交易单，一个限定以10.10美元买入，一个以市价卖出，它可以让两者以10.10美元成交（这是正当的做法），也可以用自己的自营账户以10.11美元的价格买入以市价卖出的委托单（这就执行了市价委托交易单，而留下限价委托交易单没有执行）。如果市场交易价格低于10.10美元（或更低），做市商还能与未执行的限价委托交易单进行交易，相当于限定了价格下跌的下限。如果市场价格一直上涨，做市商自营账户的业绩就会越来越好。所有的做市商都有可能在股票交易中冒险谋取交易差价。因为操纵交易而受到责难的不仅仅有公开交易市场的专业会员或做市商，也包括很多在柜台交易市场交易的华尔街机构（比如，1998年就有7家摩根士丹利的股权衍生品证券交易商因为非法操纵纳斯达克股票而被暂停交易，并处以罚金）。同样，提前布局、合谋勾结，双向交易，非竞争性交易和盗取价差等诸如此类的行为都是违背受信托人责任、违背道德行为规范、违犯不成文规则或正式法规的行为。而且，这些违规犯矩的行为一直都在发生，损害了客户的利益。

* * * * * *

四分之一和八分之一

20世纪90年代中期，纳斯达克证券交易所及其交易商因为彼此勾结以维持较大的买卖价差，并获取超额收益而受到责难，他们的这一行为延续了数年，是一个集违背信托责任、合谋勾结和腐败于一身的典型案例，值得好好研读。这一事件不仅仅使得证券交易所和证券交易商自己难堪，也使得全国证券经纪商协会（NASD）蒙羞，而纳斯达克证券交易所作为一个具有自我监管功能的实体，似乎也完全没有起到自律监管组织（SRO）的功能。

纳斯达克证券交易所成立于1971年，其目的在于为那些不能满足纽约证券交易所上市条件的公司提供一个替代性的交易场所，本身就是很多证券交易商的联合体。它不同于主板（Big Board，股票投资人对纽约证券交易所的俗称——译者注）市场竞价交易的拍卖机制，纳斯达克市场的证券交易商相当于做市商，彼此直接竞争以获取证券投资者的交易委托。做市商同时向卖方市场和买方市场双向报价[如买价（bids）和卖价（offers）]，他们通过买卖差价赚取利润，比如先以10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元买价买入证券，再以10又1/8美元的卖价卖出证券（当然，现在的价差要小多了，因为现在买卖证券的价格不再以分数表示，而以十进制的小数表示）。

上述这一切就是构成这一丑闻事件的基本背景，十多家金融机构和数百个个人有不正当行为。其中最令人惊讶的是，当时的监管机构竟然没有发觉这些违规行为（是否故意不去探查?），而是学者威廉·克利斯蒂（William Christie）和保罗·舒尔茨（Paul Schultz）发表在《金融学期刊》（*Journal of Finance*）上的研究论文才使得这些违规行为得以揭露（投资者真是很幸运，因为还有人在监督这些不正当行为）。具体而言，两位学者首先注意到，纳斯达克证券交易市场在20世纪80年代后期和90年代早期的交易价差，在当时的证券交易量增长水平和竞争条件下，比预想的要高得多。接着他们对这一问题进行了调查研究，不久，他们发现，证券交易商所报出的卖出价和买入价之间的价差常常为"两倍1/8"，而非"单倍1/8"。这就是说，不论证券交易商之间的竞争如何，每笔交易都能保证有1/4美元的价差，而非高度竞争的环境下可能获得的12.5美分的收益。据估计，投资者每年因为交易价差扩大而向证券交易商多支付了20亿美元，可见参与勾结的做市商获利之丰厚。

有了两位学者的最初发现，美国证券交易委员开展了长达两年的调查取证工作，才最终把各种杂乱的事实厘清[全国证券经纪商协会（NASD）并没有起到应有作用，因为他们不愿相信证券交易商之间可能存在任何合谋勾结行为]。联邦监管机构人员通过查看交易记录、回放电话录音和盘查证券交易商，发现纳斯达克证券交易市场存在大量的不正当交易。许多证券交易商不仅合谋勾结以获取"两倍1/8"价差，而且还违背了很多其他应尽的责任，例如，威胁那些不支持固定价格的证券交易商，拒绝以自己所报出的价格履行交易（这是完全违反做市商准则的行为），延迟执行在交易价差以内的限价交易委托，等等。最终，有24家证券交易商、数十个个人，甚至纳斯达克证券交易市场本身，被控违犯了与反托拉斯有关的一系列法律，并被提起数起民事诉讼和处以罚金。牵扯到这起丑闻当中的机构包括：美林、所罗门、佩恩·韦博、J. P. 摩根，以及其他一些小型证券交易商。在接下来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的三年当中，针对他们的指控和法律诉讼更是层出不穷。1998 年，各方最终同意通过一项双管齐下的方案解决这一事件。其一，涉案的证券交易商(实际上应该是他们的股东)支付 10 亿美元偿付金，其次，改革明显没有起到自我监管作用的全国证券经纪商协会和纳斯达克证券交易市场的组织结构，包括新增管理人员、新建市场监管辅助机构，以及采用新的审计方法等。

* * * * * *

华尔街合谋勾结的行为还很多，比如操纵和囤积证券行为，经纪人、投资银行人员，甚至整个机构串通一气，试图避开证券竞价、销售或交易规则，以牟取额外的利益。他们也许会通过控制某一细分证券市场或某种证券来实现操作目的，其基本原理就是：通过控制市场供给，就可以控制市场价格，控制了价格当然就能获得额外的利润。当然，他们的操纵行为并不是每次都能成功，但总是有些金融机构乐此不疲。现在的很多证券操纵行为都是 20 世纪 20 年代延续下来的，当时很多经纪人都进行“虚假销售”(Wash Sales)，这些交易实际上并没有发生，只是为了影响证券的交易价格和交易量。当虚假销售行为被禁止，他们就勾结起来形成股票联营组织，相当于形成一个辛迪加组织，以合谋勾结的形式来组织安排他们的股票买卖活动，以向外界传递某种特别的价格信号，吸引局外投资者买进(大多数情况)或卖出(少数情况)。他们会精心地安排他们的交易价格和交易量，以使交易记录系统所显示出来的交易信息具有迷惑性，这样，局外投资者就会被引诱到交易当中来。当联营组织把市场价格推动到一个理想的水平时(大致而言，这一水平是在不知情的局外投资者的推波助澜下，证券交易商通过持续的操纵行为实现的)，他们就迅速平仓，牟取暴利，而让那些不知情的投资者承受证券价格剧变的包袱。从严格意义上来说，当时这种操纵行为并不违法[尽管纽约证券交易所的官员通常都否定存在任何股票操纵行为，也禁止专有会员参与任何此类操纵活动(专有会员通常以其朋友或亲戚的名义领导股票联营组织)]，但那些试图依据交易记录行情进行投资、易于上当的投资者一次又一次地遭受了损失。直到现在，证券操纵仍然以各种不同的方式在继续上演。

* * * * * *

所罗门的国债拍卖作弊行为

20 世纪 80 年代，所罗门兄弟公司是债券交易市场中的统治者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，那时它也是华尔街的统治者，在债券交易和承销中处于主导地位，而且在银行投资和股票业务方面也很有实力。因此，任它肆意妄为的机会很多，它几乎可以为所欲为。所罗门是一个巨大的风险业务承受商，拥有足够的人力和财力从风险业务中谋取丰厚的利润。当然，它也有因操纵不当而蒙受损失的时候，但这毕竟很少发生，作为经纪商和自营业务交易商，它从风险业务中赚取了数亿美元的利润。证券交易大厅中所弥漫着的文化就是激进，甚至不惜血本地竞争，交易的指导纲领也相当狂恣。处于市场主导地位的交易品种不时会发生变化（这取决于市场的状况，以及交易的盈利状况），因此，有时候住房抵押债券可能是市场交易的核心品种，不久后却变成了国债，接下来可能变成了企业债券，接着又可能回到住房抵押债券。所罗门兄弟公司也拥有一个由约翰·梅里温朝[John Meriwether，第七章讲述与长期资本管理公司（LTCM）有关的内容时，还会涉及到他]创建并领导的“套利”小团队。梅里温朝在 1977 年创立了一个由数量经济学家和交易专家组成的团队，利用不同市场中同类交易资产或者不同类型资产之间所存在的差异套利。例如，已发行国债与正在发行的国债之间，债券现货与期货之间，延期利率、掉期利率与商业企业利率之间，债券利率波动性与掉期利率波动性之间都可能存在差异。截止到 1981 年，这个小小的团队（他们开创了经济学博士利用数量化模型赚取利润的先河）已经为所罗门公司赚得了 1 亿美元，占其盈利的三分之一。在接下来的数年间，这支团队实力得到进一步加强，地位也进一步得到提升，常常是所罗门公司最重要的收入创造部门之一（同时也是所罗门最主要的资金使用者）。1990 年，梅里温朝说服公司首席执行官约翰·古特富罗德（John Gutfreund）把套利小团队所赚取的全部利润的 15%奖励给他们。古特富罗德同意了梅里温朝的要求，这揭开了一系列肮脏交易的序幕。这一薪酬体制使得一些套利团队成员的年收入从1 000万美元大幅度上升到2 000多万美元（其中，梅里温朝最出色的套利团队成员，拉里·西利布来恩特（Larry Hilibrand）在 1990 年令人目瞪口呆地赚了2 300万美元），也使得他们滋生了“人人为己”的心态。这种利己心态很快从套利业务部门传播到了住房抵押贷款债券部门、国债部门和投资银行业务部门；内部利益的冲突导致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道德败坏，权术斗争和阴谋诡计盛行，最终导致了内部控制体系的崩溃。

上述这一切终于使得曾经作为华尔街证券交易、证券承销和投资银行业务的统治者——所罗门，在1989年和1991年间开始走向没落（美林在20世纪90年代的大部分时间里取代了所罗门的地位）。这到底是怎么回事？所罗门王国又是如何失去它的桂冠的呢？这要归咎于它的"操纵政府债券拍卖"行为。政府债券交易主管保罗·莫札(Paul Mozer)毫不隐讳他对套利团队所控制的资本数量、所拥有的风险承受能力，以及他们薪酬水平的不满。那么，他又做了什么呢？可以想象，如果要在盈利空间非常狭小的债券市场赚取巨额的利润，惟一可行的办法就是囤积债券。从1989年下半年起，莫札就决定试图控制国债的拍卖市场，以挤榨那些从事未发行国债(when-issued Treasury, WIT)套利交易（比如，迫使他们先出售WITs，再通过拍卖买入国债平仓）的经纪商。他的逻辑是，如果他能够控制空方的筹码，空方就不得不按他的价格购买债券以平抑他们的仓位，这意味着可以赚取一大笔利润，因此他决定一试。1990年5月，莫札在一次国债拍卖中竞购超过发行量1倍的债券，这招致了美国财政部官员的电话质询，提醒莫札遵循早已制定的"君子协定"：在任何债券拍卖中，任何银行都不允许竞购超过发行量35%的债券。可是莫札继续我行我素，而且更加疯狂，在接下来的一次国债拍卖中竞购额达到240%，这招致了更多的谴责（并把35%的不成文规定正式确定为必须遵从的法令）。

为了绕开美国财政部所谓的35%法则，在接下来的国债拍卖中，莫札决定以所罗门的名义竞购35%，再以其他机构客户的名义竞购35%（这些机构客户并没有授权所罗门竞购），所罗门还是得到了超过半数的国债发行量，仍然可以挤榨空头经纪商的利益。为了完成整个交易，莫札制造了一些虚假交易，把那些没有授权竞购国债的机构客户所竞购到的国债转移到所罗门的账户。不幸的是，莫札所借用的机构客户中，华宝(S. G. Warburg)也提交了自己的国债竞购书，这使得华宝账户的竞购额超过了35%的限制。但这并无大碍，莫札继续故伎重演，不停地竞购，不停地使用客户账户参与国债拍卖，不停地进行内部虚假交易，从1990年初一直持续到1991年中。所罗门似乎没有人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为莫札的行为担心，尽管早在 1991 年 2 月，大部分的所罗门高层管理人员都已对莫札的违规行为有所耳闻，但他们在接下来的数月中并没有采取任何行动。直到 1991 年夏天，古特富罗德才试图采取特别措施控制莫札的行为，但为时已晚。1991 年 8 月，当纽约联邦储蓄银行主席杰拉尔德·科利甘(Gerald Corrigan)获悉所罗门的不正当行为以后，责令所罗门重组管理层。在沃伦·巴菲特(Warren Buffett，他自 1987 年开始就拥有所罗门价值 7 亿美元的优先股)的帮助下，所罗门进行了重组。这引发了所罗门管理层的清洗：古特富罗德被美国证券交易委员会指控未能履行监管职责，被强令免去首席执行官职务，并且不得再在华尔街其他机构担任首席执行官[最终不得不屈就于一家小型机构——安陶公司(Unterberg，Towbin)，成为一名高级公关经理]。当时是所罗门的副董事长，名义上负责公司所有交易(包括莫札的交易)的梅里温朝也被强行免职，并处罚 3 个月内不得从事证券业务。他最终在长期资本管理公司遭受了更大的人生起伏。莫札也被解职、罚款，并被禁止再从事证券业务。还有其他很多高层管理人员也受到了处罚。所罗门(不，应该是它的投资者们)也因为公然操纵市场而被判支付 2.9 亿美元罚金。事件的发生对所罗门声誉的损害也相当大。再也没有人像从前一样尊重所罗门，也是从那时起，所罗门开始慢慢解体。尽管巴菲特作为金融市场极为活跃的投资人，利用其信誉为所罗门提供了稳定的环境，并保证了其资产的流动性，但所罗门昔日的辉煌已经一去不复返了，它在 20 世纪 80 年代所拥有的那种惊人的市场影响力也不复存在，最终被史密斯·巴尼(Smith Barney)兼并，之后又被并入花旗集团。十年以后，当古特富罗德回顾当年整个事件时，他仍然坚持认为整个交易并非是很严重的违规交易："那并非是一场侵害他人的犯罪，受到伤害的仅仅是华尔街的其他机构。"[1]真是精辟！

* * * * * *

内部交易无疑是另一种非常严重的违规犯矩的行径，它也一而再，再而三地在华尔街出乖露丑。利用非公开信息进行交易是违法行为，因此而受到责难的华尔街金融机构不胜枚举。从 19 世纪末期到股市大崩盘年间，银行的内部人士经常利用非公开信息为自己或所在的机构牟取利益，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一直到1934年《证券交易法案》(*Security Exchange Act*)通过以后，这样的行为才被认为是非法的。但20世纪40年代到60年代间，对内部交易提起刑事诉讼的案例从来没有出现过，因为当时国会还没有把内部交易认定为刑事犯罪行为。70年代末期出现过一些内部交易案件，但极为严重的内部交易犯罪行为直到80年代才开始逐渐显露(幸运的是，1984年和1988年通过补充法案使得对内部交易行为的处罚更加容易)。只要并购活动盛行，就会有很多的华尔街金融机构因为从事内部交易而被抓获。例如，在1982年至1986年期间，监管当局查处了79起内部交易案件，在80年代接下来的几年中，他们查处的案件还要多得多，包括一些备受关注的投资银行人士和风险套利人士，涉及基德·皮博(Kidder Peabody)、高盛、德雷克斯(Drexel)等多家金融机构(有一些甚至涉及刑事犯罪而被警方拘捕，这为晚间新闻提供了绝好的素材)。随着金融监管能力的提升，对交易行为的监控更加严密和准确，内部交易行为出现了一定程度的下降。同时，内部交易行为也受到公平披露法案的限制，公平披露法案要求企业同时向公众详尽地披露“市场变动”信息。因此，投资银行的股票分析师们惬意地与企业的管理层，利用敏感的非公开信息牟取利益的时代已经一去不返了，投资银行机构曾经享受的信息套利的机会也受到了限制。

但不要以为内部交易行为已经完全得到了根治，它在股票市场、债券市场，以及其他受制于信息壁垒的金融资产交易中仍然存在。譬如，2003年高盛就曾因为利用美国财政部决定暂停发行30年期国债这一消息进行内部交易而遭到美国证券交易委员会的起诉，并为平息指控而被迫支付了930万美元罚金。据说是一位知道内情的顾问把消息告诉了高盛的经济学家，经济学家又把消息转告给了场内交易人员，场内交易人员便立即在自己的账户上建立仓位，试图利用消息对市场的影响牟取利润。最后，他们得逞了，消息一经发布就创造了14年来一天之内价格的最大变化，幸运的高盛交易操作员轻松地赚取了380万美元根本没有风险的收益。只是，高盛正好落在了监管的利剑上，在事后的记者招待会上，高盛宣称:“公司坚持以最严格的标准要求自己，任何这方面的错误都是一件可耻的事。”的确如此!

有时候，华尔街的金融机构参与欺诈性的业务，收取回扣，试图绕开法律的惩罚。比如，1996年到1997年期间，瑞士信贷第一波士顿下属的相当激进的衍生证券部门——瑞士信贷金融产品(CSFP)部门，曾向日本监管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当局谎报其在日本所从事的业务种类和业务量，以虚报自己在日本的收入，达到逃税的目的，而且还阻挠政府对此事的调查。1999 年，日本监管当局因此吊销了其银行经营执照。与此同时，英国监管当局也对该银行处以 400 万英镑的罚金，并处罚了数名高层管理人员。2003 年，一些共同基金允许客户在股市收盘以后进行不正当交易，并利用基金交易时差牟取利益的事件被曝光。基金在下午 16：00 股市收盘以后就不允许再进行交易了(所谓"延时交易")，因为基金的净资产价值(net assets value，NAVs)是按照收盘价确定的。延时交易(late trading)使客户可以提前利用市场变化的重大信息，而不必等到第二天早上开盘以后，利用新的价格来建立自己的仓位，这种作法有损于其他所有基金投资者的利益，因而是违法的。有时候，基金公司利用海外上市交易的股票的收盘价格与反映基金净资产价值的收盘价之间的差异进行套利(所谓的"择时交易")，这种交易本身并不违法，但大多数的基金公司都宣称他们不会这样做，这就是说，如果他们确实这样做了，那么他们就是在撒谎，同样损害了大多数的基金客户的利益。再举一例：2003 年，联邦调查局(FBI)结束了一项为期 18 个月的艰辛调查行动，抓捕了 47 位交易操纵人员，涉及数家经纪机构，以及华尔街数家大型外汇交易经纪机构，其中包括 J. P. 摩根、瑞士联合银行、德累斯顿银行(Dresdner)和法国兴业银行(Societe Generale)。据说，这些机构的交易操作人员曾设立数套秘密方案，试图欺诈数百万普通小投资者，并接受可能导致亏损的交易委托，再从客户下单的经纪人处收取交易回扣。

* * * * * *

基金的神秘世界，第二部分：超越边界

2003 年，纽约州总检察长艾略特·斯皮策(Eliot Spitzer)指控华尔街几个最具影响力的基金公司涉嫌择时交易和延时交易。斯皮策宣布，对冲基金公司金丝雀投资公司(Canary investment)已承认在美洲银行、第一银行、雅诺斯(Janus)以及史庄(Strong)等银行所经营的基金中从事过择时交易和延迟交易，并同意为此支付4 000万美元的罚金。为了能获得从轻处罚，金丝雀投资公司还承认了更多的非法业务(而这些已经足以使雅诺斯的一位高层管理人员获罪了，他在一封电子邮件中写道："我并没有什么兴趣参与择时交易活动，但另一方面，我又无法拒绝1 000 万～2 000万美元)。例如，金丝雀公司被允许用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 500万美元反复买入卖出第一银行基金，以进行择时交易；而这1 500万美元是金丝雀公司以高利率从第一银行借入的，作为交换，金丝雀公司的管理层决定在第一银行的对冲基金中进行一项“黏性资产”(Sticky asset)投资(投资人无限期地利用该资产进行择时交易，并将获取的部分收益给予基金管理人作为回报——译者注)。

但不幸的是，上述不正当行为还仅仅只是冰山之一角。马萨诸塞州议员威廉·盖尔文(William Galvin)揭露了普特兰公司(Putnam)相类似的行为；随着该公司参与延时交易与择时交易的事实被揭露，再加上该公司首席执行官在一些不当建议下进行交易的损失，在不到两个月的时间里，机构投资者和政府部门从普特兰基金中挤兑了320亿美元(这最终导致了该公司首席执行官的下台)。美林、卢米斯·塞尔斯公司(Loomis Sayles)、嘉信(Schwab)、MFS投资管理、瑞士联合银行、皮尔格林·巴克斯特(Pilgrim and Baxter)、贝尔(Bear)、花旗集团下属的史密斯·巴尼(Smith Barney)，以及其他一些金融机构，也因为被发现涉及类似的交易，而被迫解聘部分职员。这样的例子还很多，譬如，阿尔格公司(Alger)的一位投资组合经理允许一对冲基金用5 000万美元反复买入卖出，进行择时交易，以换取该基金出资投入新的基金；三名保诚公司经纪人曾刻意规避内部控制机制，以参与非法的择时交易牟利；安联资本公司(Alliance Capital)为向安联种子基金投入了一定资本的优先客户设置择时交易计划(该行为最终导致其首席执行官下台)。史庄(Strong)的董事会主席兼首席执行官因为被揭发以个人名义参与延时交易和择时交易而被迫辞职，等等。事实上，美国证券交易委员会最后发现，有25%的经纪机构允许客户延时下单，有30%的公司协助客户进行不正当交易。基金公司的董事会完全处于休眠状态，根本未曾觉察到这些不正当行为的存在。实际上，很多基金公司的董事都声称他们对所发生的不正当行为毫不知情，正如我们上一章所提及的，如果基金公司及其决策咨询机构具有双重性质，那么，这种情况完全有可能发生。而且，除了纽约州总检察长办公室的职员，很多监管官员也没有觉察到这些不正当行为的存在。美国证券交易委员会波士顿办公室的主管就因为没有重视揭发者提供的信息，而完全忽视了对一项重大不正当交易的查处而被迫辞职。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些问题的揭露使很多人放松了警惕，因为大体而言，共同基金行业避免了华尔街20世纪90年代末期和新千年之初所出现的很多问题（他们甚至因此被冲晕了头脑，事实上，或许还有些基金公司的官员们正后悔没有参与择时交易）。但随着基金行业违法行为的深度和广度逐步为公众所知晓，这个一度被人们认为纯正的行业使许多人都感到震惊。当更多关于基金丑闻的肮脏细节大白于天下，伊利诺伊州议员彼得·费兹杰拉德（Peter Fitzgerald）称这个行业已经“分化成了世界上最大的掠夺性组织”。美国证券交易委员会前主席阿瑟·莱维特（Arthur Levitt）评论道：“这是近几年中出现的破坏公众信任度最为严重的事件，投资者们或许意识到，他们不能再相信债券市场，也不能相信股票经纪人和股票分析师，但共同基金却已经成为了违背安全和诚信的避难所。[2] 那些因为参与违法交易而受到查处的金融机构最终不得不利用股东的资金来恢复自己的业务和支付罚金（有时不得不削减客户的手续费）：雅诺斯（Janus）最终被迫向投资者支付了3 200万美元，并向监管机构支付了2.25亿美元罚金以平息诉讼；MFS被迫支付了3.5亿美元，安联被迫支付了6亿美元，美洲银行则支付了6.75亿美元，等等。事后不久，监管机构就提出了限制性弥补措施，例如，强制性要求每个基金管理公司都必须有一位监控人员来监督日常的经营活动，绝对不允许下午16:00以后进行交易，等等。还有，坚决要求实行即时价格信息发布制度（而不是陈旧的，一天一次地发布已经过时的信息）。

* * * * * *

协助和怂恿违法行为

有时候，华尔街的银行机构会协助他们的客户进行一些不正当的行为，这是不适当的；因为如果客户的行为是不正当的，那么他们的行为与客户的行为所犯的罪责是一样的。银行机构不但自己不应该有任何不正当的行径，而且也不应该协助别人从事不正当活动。然而，如果协助客户从事不正当活动能够为银行带来更多业务，那么其诱惑力是相当大的；很多银行机构显然觉得，只要能获得更多业务，协助和怂恿不正当行为是可以接受的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种协助和怂恿不正当行为的表现形式有很多。例如,有意识地协助客户进行非法的财务报表粉饰,以帮助他们改善外在的财务状况(这与第四章所谈到的财务报表粉饰行为存在一定程度的差异,前者虽然恶劣,但并不违法);为客户提供信贷支持或其他服务,以协助他们完成一些非法交易活动。在过去的数年中,这样的违法行为频繁发生。华尔街的银行机构曾因为帮助日本企业在外汇交易市场从事历史汇率计价展期交易(Historical Rate Rollovers),协助美国能源企业反复进行虚假交易以虚增营业收入,在财务报表报告期内协助客户暂置资产(parking),使得客户的财务报告更加漂亮,以及其他一些类似行为而受到责难。很多世界知名企业都曾涉及其中,包括昭和壳牌公司(Showa Shell)、日本鹿岛石油公司(Kashima Oil)、新日本制铁公司(Nippon Steel)、安然公司、智利科迪尔克铜公司(Codelco)、日本信贷银行(Nippon Credit Bank)、住友公司(Sumitomo)、CMS能源公司(CMS Energy)、信赖资源公司(Reliant Resources)、联邦住房贷款抵押公司(Freddie Mac),以及其他一些公司。在上述每一种情况下,华尔街的银行机构都一定程度上参与了客户的不正当行为,并使这些行为的性质变得更加严重。

* * * * * *

暂置尼日利亚驳船

尽管美林是国际资本市场一个积极而敏锐的参与者,但它对尼日利亚或驳船其实知之甚少,2002年它因此遭遇严峻的考验。事情要追溯到1999年,当时安然的高层管理人员正忙于探寻操控财务报表的各种手段,以虚增利润,隐藏负债。不经意间,他们想出了一个绝妙的办法,就是利用自己所拥有的驳船来操控财务报表。为了能在尼日尔河三角洲区发电,安然在20世纪90年代后期获得了拉多斯(Lagos)驳船水电工程项目,这是一项合法而且完全值得投资的项目。为了设法完成收入目标,使公司虚假财务状况能够继续维持,安然的高层管理人员就拜访了美林公司,探询美林能否暂时接受安然的驳船项目(把驳船出售给一个已经破产的亚洲投资机构,表面上看来合法)。美林对驳船或尼日利亚不甚了解,也没有进行任何审慎性审查,仅仅自认为安然是个值得信赖的客户,就贸然答应了安然的要求。美林以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2 800万美元购买了安然三艘驳船的收益权，这使得安然在关键的年度财务报表报告前获得了1 200万美元的收益。安然口头承诺在半年之内从美林手中回购这些驳船，并给予一定溢价(顺便说一下，安然是通过一个问题百出的名叫 LJM2 的特殊目的载体把驳船转让给美林的。问题到底在哪里？美林以及美林的高级管理人员本身就是 LJM2 的投资人)。果然，六个月以后，通过驳船回购，美林从安然收回了购买驳船的资本，并赚取了不菲的报酬，更为重要的是，这使得美林与安然之间的关系更加牢靠了。安然最终在 2001 年 1 月份把驳船的收益权出让给了 AES 能源公司。

从本质上来说，所有这些与驳船有关的交易都是安然虚增自身收益的一种方式，这种方式就是资产暂置，即资产在出让与回购过程中，相应的风险并没有随之转移，而仅仅只是起到财务报表粉饰的作用，这是非法的交易行为。那么，美林为什么要这样做呢？看来是美林不想得罪安然的任何高层管理人员，更不愿意因此损害与安然未来的业务关系(尽管一位美林的投资银行人士关于该笔交易的讨论记录，清楚地显示了他们完全知道可能带来的不利影响："如果协助/怂恿安然操纵利润报表，存在声誉受到损害的风险。")。事实上，美林的一位高层管理人员告诉国会陪审团："与安然商讨这些业务的初衷在于继续加强与他们的业务关系，他们需要我们在驳船业务中提供帮助。"因此，美林出于不正当的理由作出了不正当的事情。美国证券交易委员会显然也是如此认为的，并在 2002 年向美林的四位高层管理人员提出了诉讼，包括一位高级投资银行家、能源投资银行业务主管、投资银行业务主管和机构业务总部主管，指控他们通过驳船交易(以及一些能源虚假交易)协助和怂恿安然操纵盈利。经过简短的内部研究讨论以后，美林解雇了这四名高级管理人员，承认了全部指控，并向美国证券交易委员会支付了8 000万美元罚金。至此，美林从与安然的所有交易中获得了3 600万美元的收益，却付出了8 000万美元的罚金，更为重要的是，它的声誉也因此受到了严重损害。

* * * * * *

美林因为积极协助安然进行财务报表粉饰而受到监管部门的严格审查。1999 年末，安然出让给美林一项电力实物看涨期权(physical call op-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

tion)，美林则出让给安然一项几乎完全相同的期权(不同的是该项期权是一项金融期权，而非实物期权)。从风险的角度来看，这笔交易完全是中性的，但这笔交易使安然的利润报表增加了5 000万美元的收入，并因此实现了年终收入目标。安然同意为上述交易向美林支付1 700万美元的报酬(财务报表发布两个月以后，安然履行了交易，因此两者达成协议，同意安然只需支付 850 万美元)。美林清楚地知道，这些交易完全是在玩数字游戏；美国证券交易委员会获悉了一位曾经参与过该项交易的投资银行人士的一封电子邮件，邮件中写道："很显然，我们是在协助他们粉饰季度和年度利润报表(这对股票价格的影响重大，更不要说对他们个人薪酬的影响了)。"[3] 美林不但因为这些不正当行为使自己的声誉蒙受了阴影，而且还不得不支付数百万美元罚金，解雇一些高层管理人员。谁知道美林当时在想什么呢？为什么竟然还有人为了微不足道的报酬，而不惜牺牲自己的道义和声誉去协助客户粉饰财务报表呢？当然，在安然事件中，涉案的不仅仅是美林。前文已经提到过，花旗和 J. P. 曾筹划过一些预付掉期业务(prepaid swaps)，为安然进行隐蔽的表外融资。安然之所以"能够"进行欺诈行为，也正是这两家银行的功劳，他们当然少不了受到责难。在破产法庭检察官尼尔·巴斯滕(Neal Baston)提交的调查报告中，还涉及了其他很多金融机构，比如德意志银行、加拿大帝国商业银行、巴克莱银行，苏格兰皇家银行(Royal Bank Of Scotland)、多伦多道明银行(Toronto Dominion)，以及瑞士信贷第一波士顿银行等。尼尔·巴斯滕发现，这些银行都曾协助安然的管理层进行过财务报表粉饰、特殊目的的实体(SPE)相关交易和资产暂置业务，都违背了受信托人责任。绝大部分的银行都被"新安然"提起诉讼，指控他们在安然的崩溃过程中起了不正当的作用。

有时候，财务报告粉饰会以一种完全相反的方式来运作：隐藏当期利润，以便把利润留存到以后才显露出来。从 20 世纪 90 年代末期到新千年初期，联邦住房贷款抵押公司(Freddie Mac)就通过这样的手法调整了 50 亿美元的利润，这直接导致了该公司首席执行官的下台，并使监管部门加强了监管。试想一下，到底是谁在帮助联邦住房贷款抵押公司少报利润呢？是摩根斯坦利和花旗，他们新创了所谓的"J-交易"(J-Deals)"和"息票提升巨人"(Coupon Trade-Up Giants，CTUGs)两种交易结构，它们有着惊人的财务报表粉饰能量，能够帮助联邦住房贷款抵押公司创造账面损失，以掩盖衍生证券交易所产生的收益。财务报表粉饰的案例还有很多很多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（而且，肯定还有很多粉饰财务报表的交易尚没有被发现）。

* * * * * *

百分之五先生和他的投资银行家们

住友公司(Sumitomo)是一家日本大型工业企业，也是全球金属市场的重要参与者，在交易主管滨中泰男(Yasuo Hamanaka)的领导下，公司在20世纪80年代初期就已经拥有了相当强的交易能力。滨中泰男是如此的成功，他使得住友公司声名显赫，成为了世界上最具交易头脑，也是最具实力的铜交易商之一。随着滨中泰男的影响力越来越大，他成为了众所周知的“5%先生”，因为他基本上能控制全球5%的铜市场[主要通过伦敦金属交易所(London Metal Exchange)进行交易，该交易所是目前全球最大的铜产品交易平台]。当时全世界所有的铜交易商都密切关注着滨中泰男的一举一动，并极力去揣测滨中泰男的下一步行动，以便能够及时跟进。据说，1991年至1995年期间，5%先生确实为住友公司赚取了丰厚的利润。但从那以后，滨中泰男所报告的收入都是通过操纵市场和掩盖交易损失伪造出来的。由于滨中泰男能为公司创造如此漂亮的回报(至少表面上是如此)，多年以来，他的上司都让他主持公司的交易工作，允许他控制整个交易前前后后的工作，这无疑使得他虚构利润的行为多持续了好几年。

1996年初，全球铜的价格开始走跌(长达数年的过度供给使得供需矛盾严重失衡)，这最终使滨中泰男的把戏终结。当时，这位曾经成功操纵铜市场价格至少六年之久(也许长达十年)的人物，在铜产品实物期权市场和铜产品衍生期权市场拥有巨额的多头仓位，不断下滑的价格把他击垮了。他拉高铜产品市场价格的行为此时更容易被监管当局和审计机构所发觉，5%先生知道他的末日就要来临。事实上，住友公司管理层通过“提升”滨中泰男的职位，把他调离了铜交易部门。对冲基金和其他一些投机机构发觉滨中泰男的“提升”很不正常，于是趁机迅速打压铜价(在短短四周之内，就把铜价从2 700美元/吨打压到2 000美元/吨)。随着内部调查的展开，事情很快真相大白，通过控制交易和幕后操作(包括各种未授权的交易和未批报的账目)，以及操纵伦敦金属交易市场的铜价，滨中泰男能够虚构利润。当然，这还是少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不了华尔街，滨中泰男的错误行为得到了华尔街数家大型金融机构有意无意的支持，他们为住友公司提供了极为慷慨的授信额度，帮助住友公司满足伦敦金属交易所的交易抵押金要求。住友公司最初宣布在非法交易中损失了 18 亿美元，与其净资产的 10%大致相当，最后又把数字调高到了 25 亿美元。为了让那些曾经有意支持他们进行非法交易的银行分担部分经济损失，1999 年，住友公司决定向 J. P. 摩根大通、美林、瑞士联合银行和里昂信贷银行(Credit Lyonnais)提起诉讼，指控这些银行当时已经知道或应该知道滨中泰男的非法交易行为，要求他们赔偿 17 亿美元。一开始，银行机构都拒绝赔偿，并辩称自己是无罪的，但后来，银行机构还是掏出了他们的支票夹与住友公司达成庭外和解：美林赔付了 2.75 亿美元，J. P. 赔付 1.25 亿美元，等等。这就是华尔街金融机构的股东们在全球铜市场如何为“协助和怂恿”行为买单的。

* * * * * *

捆绑销售、逆向捆绑销售、分股以及进阶

华尔街违背信托责任的方式还有很多种，比如捆绑销售(tying)、逆向捆绑销售(reverse tying)、分股(spinning)，以及进阶(laddering)等，这些手法相互之间具有高度的可替代性。首先探讨捆绑销售，捆绑销售无异于一种强制性的销售方式，只有客户承诺以某种方式给予银行一些盈利空间较大的业务，比如咨询服务、股权融资或管理员工养老金账户，银行才给予客户一笔利率极低的贷款，而如此低的利率与银行所要承担的风险是完全不相称的，总而言之，没有后续高回报的业务，就不可能有低息贷款，因而，两笔交易是“捆绑”在一起的。美联储(Fed)把银行任何“要求客户购买捆绑的产品才能获得他们所需的产品”的行为都称之为捆绑销售行为。正如前文所提到过的，根据 1970 年的《银行控股公司法案》(*Bank Holding Company Act*)，如果拥有商业银行牌照的银行(比如花旗银行、J. P. 摩根和美洲银行)进行这样的捆绑销售，就是违法的，同时，该法案也不允许证券类的银行机构附属经营商业银行业务[当然，如果商业银行拥有证券业务机构，则要灵活得多，可以规避一些法律上的障碍，但它仍然要遵守《联邦储备法》(*Federal Reserve Act*)23B 款，该条款禁止商业银行降低信贷利率为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其投资银行机构牟取利益]。先不论是否符合监管要求，如果银行进行捆绑销售，那么对客户来说就是不公平的，这种做法和敲诈勒索几乎没有任何区别(例如，“除非给我1 000万美元，否则我就向所有人揭露你最丑陋的秘密”与“除非下次可转换债券发行支付给我1 000万美元，否则我不会安排本次辛迪加贷款”)。而且，如果银行操作失当(例如，为了赢取其他业务，他们降低了贷款利率，但企业却违约而无法支付本息)，那么，银行的投资者们就又得承受由此造成的损失(例如，虽然银行给予环球电讯(Global Crossing)、安然、世通、奎斯特(Qwest)等的贷款没有发现捆绑销售行为，但存在大量的低息贷款，以及与这些贷款相关的后续高盈利业务，随着低息贷款越来越多，最终造成了坏账；即使所有这些业务都是正常的“交互销售”(cross-selling)行为，而非捆绑销售，那也是极为拙劣的业务)。

华尔街的投资银行机构和商业银行机构互相抨击对方的捆绑销售行为。投资银行指责商业银行利用他们雄厚的资金实力，向客户提供低息的贷款，以吸引高回报的业务，属于亏本招揽客户的行为。商业银行则认为，单纯的借贷业务不足以盈利(比如，信贷业务只有 0.1%的手续费，而好的投资银行业务的手续费却高达 4%～7%)，因此，他们需要一些盈利更高的业务(当然，他们对如何说服客户同意给予他们更多的业务避而不谈)。在实际操作中，一家类似于美洲银行这样的银行，甚至不会再次给像沃尔玛(Wal-Mart)这样的企业 22.5 亿美元的贷款，如果该银行不能获得该企业其他的金融业务。因此，可以发现，商业银行通过提供低息贷款来获得高回报的业务，有时候甚至几乎要突破交互销售与捆绑销售的临界线。同时，也可以看到，投资银行也在不断地极力扩充他们的资本金，以便能通过提供贷款与商业银行展开竞争(这样，他们就可能保持既有业务领域中有利可图的一部分)。但无论哪种做法，对银行机构的股东而言，都是相当不利的。当然，如果所有银行机构都采用欧洲全能银行(universal bank)的经营模式，所有的大型银行机构都可以同时开展商业银行和投资银行业务，那么关于业务范围的界定就没有任何意义，惟一的问题就是要确定银行的销售行为到底是属于交互销售还是捆绑销售。

要证实捆绑销售很难，因为不会有人愚蠢到以书面形式去确定这样的交易，一切都是通过口头形式完成的(有时，甚至还以相当隐晦的口头形式完成)，几乎不会有明显的迹象。但捆绑销售行为确实存在，而且已经有银行机构在进行捆绑销售时被监管机构逮了个正着[顺便提一下，甚至一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在美国开展业务的国外银行也因为捆绑销售而被逮住，比如西德意志银行(WestLB)就曾被迫支付了300万美元罚金，因为该银行要挟客户，必须在承销辛迪加中给予其更高的地位才能为他们提供贷款，这一条款被银行粗心的职员写入了相关文件，不幸被监管机构发现了]。事实上，很多美国大型企业管理人员证实，为了获得优惠的贷款条款而给予银行其他高回报业务的压力越来越大，因为不给予高回报的后续业务，就不可能获得贷款。将近60%的美国大型企业的首席财务官或财务主管都认为，给予银行"额外业务"的压力在过去几年中一直在上升[4]，并且，超过50%的人表示，如果当他们拒绝在非竞争的基础上给予银行其他业务，他们的信贷请求就会遭到拒绝或者信贷条件被改变。

银行机构有时也会涉及所谓逆向捆绑销售，也就是为了获得客户的银行业务，银行同意使用客户的产品或服务。因此，与给予X企业低利息的贷款，以获取X公司利润丰厚的并购业务不同，A银行通过购买X企业的产品，使X企业获得额外的业务收益，以换取X企业的并购委任契约(甚至不需要扩充自己的资本实力，或者因为提供了不适当的贷款而改变资金的风险结构)。逆向捆绑销售也很难被证实，因为银行了解企业，而企业也了解银行，相互存在业务往来关系并没有什么错，为什么他们之间就不能有互惠的业务往来？问题的关键是，若不是因为有银行业务存在，这些业务往来本质上会不会发生。如果X企业没有潜在的并购业务要进行，A银行还真的会采购X企业的产品或服务吗？试想一下这样一个案例：2002年4月，瑞士联合银行为文软公司(Documentum)发行了1.25亿美元的可转换债券，轻轻松松就赚取了380万美元手续费。1个月后，瑞士联合银行向文软订购了110万美元的文件处理服务；事情是如此之凑巧，该笔订单是文软公司当季度第五大订单，帮助公司获得了超出分析师预期的业务。这是一种巧合还是逆向销售行为？如果没有可转换债券发行业务，瑞士联合银行真的还会在2002年5月向文软公司订购110万美元的文件处理服务吗？自然，各方都否认当中存在任何不适当的交易。再看一看另外一个案例：在2002年初，摩根斯坦利被咨询机构埃森哲(Accenture)选中作为其首次公开发行股票主理银行。斯坦利的高层管理人员告诉埃森哲，他们将在未来两年每年向埃森哲公司购买2 000万美元的咨询服务(而相比之下，在埃森哲首次公开发行股票以前，斯坦利每年向埃森哲购买的服务只有300万美元)。到底是什么发生了变化呢？是埃森哲的服务突然间



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变得更好了，以至于斯坦利绝对应该多购买一些，还是斯坦利突然间发现急需埃森哲的服务以满足新项目的需要？抑或是首次公开发行股票？（值得注意的是，当斯坦利没有达到预定的服务采购水平时，埃森哲的首席财务官就开始向斯坦利的高层管理人员抱怨；因此，很显然，斯坦利其实根本就没有必要增加如此多的咨询服务。）同样的情景还出现在印孚瑟斯（Infosys）与高盛、希柏（Siebel）与美洲银行，以及电资系统公司（EDS）与美洲银行之间。这中间是否存在见不得人的勾当就很难说了，但至少，一定程度上披露这种互惠交易是很有必要的，但这种情况很少出现，任何人都不得而知。

分股是华尔街金融机构另一种特别偏爱的销售方式，这在前面的章节中已可见一斑。在证券市场红火，新股票（绝大部分是首次公开发行，但也有一些是上涨空间不小的增发的新股）的上市发行极为热烈时，分股往往表现得尤为突出，在第三章中，我们就曾把引发过去几年中股票价值被明显低估的主要动因归咎于此。分股其实相当于一部三幕戏剧，具体剧情大致如下。第一幕：正在为当时最受市场关注的公司（例如，ABC 公司）进行首次公开发行的华尔街银行机构，让他们的销售团队为首次公开发行股票造势，从而为他们的客户创造一种轰动效应，这实际上保证了无论首次公开发行的定价如何，股票上市的第一天都会有强劲的表现。第二幕：投资银行家们拜访客户 XYZ 公司的一些高级管理人员，希望能够承接他们即将开始的并购业务，在访问即将结束之时，投资银行家有意向他们透露 ABC 公司即将进行首次公开发行股票，这样他们就有可能为 XYZ 公司的高层管理人员的个人账户买入一些 XYZ 公司的股票。XYZ 公司的高层管理人员总是乐意中饱私囊，如果能够从 ABC 公司的首次公开发行股票中获利当然要心存感激了。第三幕：为 ABC 公司进行股票承销的辛迪加银行有意大幅度地压低首次公开发行股票的价格，比如本来应该定价在 20 美元，却以 10 美元发行，由于需求不能被满足，而且定价严重偏低，股票价格自然会飙升。当然，他们也会损失一些首次公开发行股票的手续费（只能赚得本应该赚取的一半），但他们可以通过在二级市场上获得的佣金来弥补，更为重要的是，他们如今可能获得 XYZ 公司的并购业务，通过赚取并购手续费来补足损失。当然了，ABC 公司蒙受了损失，但谁会在乎呢？ABC 公司的股票定价为 10 美元，在投资银行家们的帮助下，XYZ 公司的高级管理人员们分派到了 20 万股（200 万美元）。在需求的强劲拉动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下，第一个交易日股价就上升到23美元，XYZ公司的高级管理人员由此可以套现460万美元，无须什么努力就净赚260万美元，利润相当丰厚，于是他们第二天就向外界发布新闻，表示已经把新的并购顾问服务委托给了该投资银行。大幕拉上，掌声！最后的赢家是：XYZ公司的高级管理人员，他们收获了完全没有风险的意外之财；还有投资银行家们，他们获得了并购顾问业务（确保他们能获得更多的收益）。最后的输家是：ABC公司，他们的价值被严重低估，有巨额本该募集回的资金被留在了股票市场；投资银行的零售客户也是输家，他们在首次公开发行上市中极少能分派到股票，根本不可能享受与投资银行的优先客户同等的获利机会。最后，投资银行的股东们也可能是输家，因为一旦银行管理层的分股行为被监管机构发现，他们就不得不为此支付罚金，承受收入和利润的损失。

分股行为已经成为了华尔街多年以来的一大特色，这并不奇怪。早在20世纪20年代，J. P. 摩根以及其他一些银行就向纽约的政客、朋友、同盟，以及银行的合伙人优先分派股票。事实上，正是因为与阿立芬尼信托公司（Alleghany）有关的一些分股行为导致了皮科拉听证会（Pecora Hearings），对华尔街的不甚公平的业务操作进行公开辩论（在阿立芬尼信托公司事件中，每一份信托基金发行前的交易基价为35美元，却以20美元的发行价分派给了摩根的“朋友们”，并建议他们立即以发行前的基价转让出去，因此少数的优先客户肯定能获得收益）。此次听证会最终引发了一些小小的改革，但分股行为多年以来一直还在继续。如果证券市场存在泡沫，而且股票上市定价过低，分股行为就尤其严重，20世纪50年代到70年代证券市场循环出现的三次分股风潮就证明了这一点。当然，也可以举出很多最近的案例。比如，从1996年到2000年间，世通公司前任首席执行官伯尼·埃博斯（Bernie Ebbers）从花旗银行的各种首次公开发行项目中赚得了1 150万美元的利润，同一时期，世通公司所给予花旗银行的业务使得花旗赚取了数千万美元的手续费。奎斯特（Qwest）和麦克莱电信（McLeod Telecom）的高层管理人员也从花旗得到了类似的好处，他们的大部分投资银行业务也是花旗为他们完成的。事实上，美国证券交易委员会发现银行机构的分股行径在20世纪90年代后期证券市场处于牛市时相当普遍，并在2002年和2003年对数家银行提出了诉讼。针对分股行为的集体诉讼在今后的几年中还可能会陆续出现，银行机构的投资者们也可能再次遭受更大的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

* * * * * *

瑞士信贷第一波士顿银行的麻烦事，第一部分：弗兰克的朋友们

在TMT繁荣时期，瑞士信贷第一波士顿的科技行业投资银行部门主管弗兰克·奎特隆(Frank Quattrone)创造了相当不错的投资银行业务。奎特隆也由于自己的努力而得到了极为丰厚的薪酬，瑞士信贷第一波士顿的高层当时必定还觉得他们得到了一只能下金蛋的金鹅，因为奎特隆及其他的团队以惊人的速度承接科技企业的首次公开发行股票业务，大把手续费也随之源源不断地流入银行。1998年奎特隆及其团队加入瑞士信贷第一波士顿时，该银行在科技企业的首次公开发行股票业务中仅仅位居第十九位，但仅仅两年后，得益于奎特隆的努力，他们所获得的科技企业首次公开发行业务和承销手续费就荣升到了第一位。奎特隆在摩根斯坦利就已经崭露头角[为摩根斯坦利赢得了思科公司(Cisco)和网景公司(Netscape)的首次公开发行股票业务]，1996年他转投德意志银行，随后又加入瑞士信贷第一波士顿，瑞士信贷第一波士顿当时的首席执行官艾伦·惠特(Allen Wheat)承诺给予他更大的自主权(例如，更高的利润分成，直接掌控研究部门，更大依照自己的意旨行事的权利等)。到2000年，他就获得了相当惊人的业绩，成功获得了10多家企业新股票的发行业务，为瑞士信贷第一波士顿和他本人赚取了大量的财富。

就是在这样一个市场红火的时代，华尔街的金融机构发现，给予硅谷的一些高级管理人员优先分派一些新上市的股票，是获得更多业务的极好手段。具体到瑞士信贷第一波士顿而言，就是通过为硅谷的高级管理人员提供获得银行新发行的热门股票的投资渠道，从而在这些心存感激的高级管理人员中获得更多的投资银行业务。瑞士信贷第一波士顿把每个科技企业首次公开发行2%～4%的股票划拨给其科技行业私人客户服务部门(一个专门为硅谷热门企业服务的团队)。然后，该部门负责把这些股票投入到300多个“弗兰克朋友”的特别账户，这些账户的受益人为特定的企业高级管理人员和风险投资家，他们很有希望为企业带来股票承销业务(比如，那些对给予瑞士信贷第一波士顿投资银行业务有足够决定权的高级管理人员，以及有足够影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响力引导潜在企业把首次公开发行股票业务给予他们的风险投资家，所有这些做法都是与馈赠及不公平交易等相关法律相违背的）。这些高级管理人员们[包括电话网络公司(Phone.com)，于天网路印刷公司(Iprint)，埃尔·西托公司(El Sito)，戴尔公司(Dell)，团智科技公司(Interwoven)，等等]只需要把资金打入该账户，而无须指示该如何操作具体股票，完全由瑞士信贷第一波士顿的经纪人全权负责处理。在首次公开发行股票上市几天后，瑞士信贷第一波士顿银行的经纪人以大幅度的溢价卖出股票，这些高级经理人因此就可以开心地享受丰厚的收益。1998年7月到2000年12月，在科技股票上市承销的高峰时期，瑞士信贷第一波士顿承销的股票在上市以后5天内的市场总值就上升了100亿美元，其中2～4%的股票分派到了“弗兰克朋友”账户，这意味着这些高级管理人员们5天之内就获得2亿～4亿美元（甚至更多）的意外之财。因此，银行机构的优先客户们获得了灰色收入，而其他申请分派首次公开发行股票的零售客户的账户却根本得不到股票，享受不到股票上升的收益。但瑞士信贷第一波士顿的这些分股行径最终被曝光，使得该银行机构及其高级管理人员陷入水深火热之中，并最终因此以及其他一些不正当行径（这些暂且留到以后的章节再探讨）而向监管机构支付了一大笔罚金。

* * * * * *

银行机构在新股票发行中违背信托责任的行为不只是分股，还有所谓的“进阶”行为，也就是投资者只有同意在股票上市发行以后购入更多的股票才能分派得到新发行的股票。华尔街认为这是与投资者之间的一种小型交流渠道，只不过是账簿建立程序的一部分（如果他们现在分派到新发行的股票，那么他们现在就应当知道将在二级市场上还要买入多少股票），银行需要这种信息才能知道如何确定股票的价格（正如前文所述，其实他们并非是为了知道如何确定股票的价格）。但监管机构却认为，这种在营销新发行的股票过程中诱使客户在二级市场买入更多股票的行为是非法的，因为这种行为人为地刺激了需求（这可以追溯到20世纪60年代第二次股票市场大泡沫时期，当时，为了遏制金融机构的一些明目张胆的不正当行为而制定了一些法规）。尽管监管当局加强了对这些行为的监管，但进阶行为仍然频繁发生，在市场火热时尤其频繁。例如，美国证券交易委

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员会在新千年之际曾开始调查J. P. 摩根、高盛，以及其他一些银行机构在科技股票繁荣时期所发生的一些进阶行为(在前文提及的针对55家证券机构和300多个首次公开发行股票的集体诉讼中，其中有一项指控就是涉及进阶行为的)。并且，仅仅J. P. 摩根，就曾因为在1999年到2000年间的首次公开发行股票承销中，涉嫌依据投资者意愿在二级市场购入更多股票而产生的不公平地分派股票，而同意支付2 500万美元罚金，以化解美国证券交易委员会的法律诉讼。

也有一些银行使用变相的进阶手段，他们给予客户热门的首次公开发行股票，但在与首次公开发行股票不相关的股票交易中收取高于一般水平的佣金，以"享受"承销首次公开发行股票的收益。从表面看来，也有一些参与此类交易的参与者获得了利益，比如投资者获得了参与重要的首次公开发行股票的机会(如果不参与本来是得不到的)，并且获得了相当不错的回报(若是银行机构公平发行，本可以获得更高的收益)；银行机构也以更高的佣金的形式从投资者手中获得了回扣，有利于银行机构增加收入和经纪人提升销售业绩(这意味着更多的年终奖金)。但从此类交易中受损的仍然很多，比如那些不愿意参与此种交易的投资者(在新股票上市分派中被排除在外)，以及那些优先投资客户本身(他们本不应该受到银行机构"回扣"计划的影响)。现实生活中的实例能更好地说明这一点。在TMT泡沫时代，瑞士信贷第一波士顿曾相当激进地进行此类交易，他们分派给客户热门的首次公开发行股票，然后在其他不相关的股票交易中收取高达每股3.15美元的交易佣金，远高于正常的每股6美分的佣金水平。例如，曾经有一个瑞士信贷第一波士顿的客户分派到了40万股首次公开发行股票，并在上市第一天收盘时股票市值就飙升到了320万美元，获得了280万美元的利润，该客户接着又买入了200万股康柏的股票，由此多支付了100万美元的佣金。这样，瑞士信贷第一波士顿获得了额外的100万美元交易佣金，而客户则仍有180多万美元入账，皆大欢喜(当然，这仍然不过是以另一种方式欺骗客户)。由于类似的事情频繁发生，瑞士信贷第一波士顿终于东窗事发，向美国证券交易委员会支付了1亿美元的罚金，并被迫上交不正当收益以终止法庭对其所谓的偷窃客户数百万美元的"渗透阴谋"(pervasive scheme)的指控。罗伯特·斯蒂芬森(Robert Stephens)为同样的行为支付了280万美元罚金，J. P. 摩根则[由于其下属机构汉鼎(Hambrecht & Quist)公司]支付了600万美元罚金，还有其他很多银行也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支付了大额的罚金。在对这些不正当行为做出宣判时，美国证券交易委员会认为银行机构“没有遵守商业道义的最高准则”。显然，证券委员会的评述过于保守！

零售业务中的违规行为

监管机构制定了一系列的法律和法规，以保护零售客户免受经纪人不法行为和违背受信托人责任行为的损害。一般而言，零售业务市场并不适用“买者自慎”(caveat emptor)的原则，这对于那些普通小投资者而言是件好事(否则，他们随时都有可能遭遇欺诈)。比如，各州证券委员会都实施《蓝天法案》(Blue Sky Laws)以加强对经纪人的职业操守，尤其是欺骗和欺诈行为的监管。美国证券交易委员会也实施联邦法规以保护普通小投资者，这些法规在1934年和1935年通过的《证券法案》(Securities Acts)中都有所体现。美国最高法院在1987年下发的一份决定中指出，这些法案的目的在于保护投资者免受证券业人士掠夺性行为的伤害。证券交易委员会还授权一些自律监管组织，诸如全国证券经纪商协会(NASD)和纽约证券交易所等实施监管行为，并要求银行机构执行一定的行为准则。但现实中，有些监管措施发挥了作用，但有些却没有。

监管机构极力想要保护投资者免受经纪人不正当行为的侵害，颁布各种法令禁止经纪人虚假地陈述事实，瞒报重要信息或有误导性行为。他们也同时制定了其他一些专门的法规以确保所有人都能严格遵守，比如禁止分摊损失、禁止为获取业务而给予回扣或报酬、禁止连带交易(bunching trades)、禁止冒售(selling away)、禁止散布谣言、禁止内部交易、禁止在推销投资中使用“承诺”或“保证”式的言语、禁止炒单交易、禁止过度交易、禁止未经授权使用保证金交易、禁止滥用全权授权，等等。尽管如此，但缺乏足够的监管人员来保证这些法规得到所有人的遵守，金融市场中有数以万计的经纪人在与数以百万计的投资者进行各种业务，区区数百个监管人员怎么可能面面俱到呢？显然，这不可能，这也就是为什么很多日常的监管行为需要授权给自律监管组织和单个的银行机构本身。不幸的是，一些自律监管组织的监控能力值得怀疑，而有些银行机构的内部控制体系也十分松散。最终的结果如何呢？很多旨在保护普通小投资者的法规根本无人在意，甚至被践踏，因为违规行为被逮住的几率很低，即使有少数倒霉的家伙被逮住，所受到的惩罚也微不足道，无伤大雅，他们对此大多一笑置之，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然事情本身难以让人高兴。绝大多数违规的经纪人只是受到少量的罚金(例如，几千美元)，以及把他们的名字公布在《华尔街日报》极不显眼的监管处罚黑名单公告中，但处罚仅此而已。因此，在零售业务中存在如此多的违规行为并不足以为奇。

如果客户试图指控经纪机构违犯了适当性原则或所提供的投资建议是错误的，要求补偿损失，经纪机构就会想尽各种理由为自己开脱责任，他们会声称投资者是成熟的投资者，应该十分清楚自己的投资行为，或者声称投资者的投资行为完全是自愿的。有时候，如果客户相当富有，经纪机构会抛出"富人有理"论，譬如，声称如果约翰·史密斯拥有100万美元(1 000美元或1亿美元)净资产，那么他肯定是非常老练的投资者，应该能够理解自己的投资及其承受的风险，因此他应该自己承担损失。有时甚至让人难以置信，他们竟然以"你不应该让我欺骗你"为自己狡辩(令人欣慰的是，大多数情形下这些辩解毫无用处，但还是有很多人愿意一试)。所有这些托辞无非是为了逃脱责任(但多年来，数千起仲裁案件已经充分地证明了，这些托辞几乎没有被采纳的)。但无论违犯法规的具体情况如何，一般都会诉诸仲裁，而且仲裁辩论的核心常常是"他/她说过"之类的把戏，常常需要重新查阅交易委托和确认记录，回放录音电话记录，所有这些令人不快的事实无不与客户的信任背道而驰，不论最终的仲裁结果如何，都只能使人感到厌烦。

漠视利益冲突

潜在的利益冲突是悬在华尔街头上的利剑，它的频繁出现已足以证实，这是一个不容忽视的重大问题。银行家们(有时候甚至是整个银行)把他们自己置于明显存在利益冲突的地位，他们的工作职责要求他们是值得信赖的代表、代理人或受信托人，但他们总是试图去赢得或获取与他们工作职责相违背的东西。如果银行家们突破道德和法律的界限，不再把客户利益放在首位，并承担起维护客户利益的责任，任何不正当的行为都有可能出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

* * * * * *

垃圾债券之王——德雷克斯

德雷克斯(Drexel)起初只是一家费城的二流金融机构，后来逐步成长为华尔街的巨头。它向世界表明，创新和勤奋努力如何能导致一个相当有效的金融机制诞生；但不幸的是，它同时也向世界表明，不道德的行为和糟糕的管理如何能使这一切黯然失色。迈克·米尔肯(Mike Milken)，一位高收益债券的营销和交易人士，他的传奇故事如今已是家喻户晓。他也是现代社会华尔街少数几个在公众中声名狼藉，并引发公众对整个行业高度关注的人物之一。他赚取了巨额的金钱(主要归功于他和德雷克斯在1973年所签订的一份协议，他为德雷克斯每赚取2美元，自己就可以获得1美元)，几乎凭一己之力推广了垃圾债券市场，而后又因为牵涉一系列的犯罪而锒铛入狱，所有这些事实足以形成一部电影素材。德雷克斯和米尔肯所留下的很多有效融资方式(信用级别较低的企业通过发行证券获得了他们极为需要的融资渠道)，在相当长一段时间内，都因为他们的贪婪和欺诈行为而被人们所轻视。垃圾债券甚至被冠以“米尔肯刷子”(Milken brush)，受到很多人长达数年的谴责。经过多年以后，人们才更加清楚地认识到，问题不在于垃圾债券本身，而在于米尔肯、米尔肯的团队及其上级所制定的销售和交易垃圾债券的方式，以及他们如何管理整个销售和交易的过程。

米尔肯于1969年在德雷克斯·哈里曼·里普利(Drexel Harriman Ripley)开始自己的职业生涯，德雷克斯虽然数度变迁，比如从后来的德雷克斯·费尔斯通(Drexel Firestone)，一直到德雷克斯·柏哈姆·兰伯特(Drexel Burnham Lambert)，他都未曾离开德雷克斯。米尔肯早期专注于不为人们所看好的投资，比如房地产信托证券、可转换债券、优先股，以及另一种重要的“堕落天使”债券(fallen angels，指从投资级下降为非投资级的垃圾债券)。米尔肯分析了这些证券的违约概率与投资回报率，并得出结论：在已有的违约记录下，这些证券的风险与回报之间存在巨大的利差(公平地说，此前已经有学者发现了这些证券所具有的风险/收益不同步特质，他不过是从实践的角度探

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

悉了这一现象)。米尔肯及德雷克斯并没有投资垃圾债券,他们只是意识到,这些证券代表了信用级别较低的企业募集资本的可行方式,他们同时也意识到,投资者持有多样化的垃圾债券组合完全可能收获较好的结果,他们承受了更高的违约风险,这是肯定的,但显然要低于这些证券信用级别本身所代表的违约风险(与他们所能赚取的利差而言,此风险也肯定是偏低的)。正是对垃圾债券的这种深刻认识,奠定了德雷克斯在长达 10 年的时间里都极力保持着的垃圾债券发行和投资市场翘楚的地位。1978 年,米尔肯奉命到加利福尼亚州开设西海岸分支机构,这标志着德雷克斯一系列问题的开始。因为分支机构的成立意味着经营权利的下放,而且德雷克斯是分权给一位极为强势的人物,这无疑播下了灾难的种子。在开展垃圾业务的早期,德雷克斯逐步发展了一个投资垃圾债券的投资者组织[包括:万通基金(Mass Mutual)、诺德・安博特(Lord Abbett)、联合保险(Reliance Insurance)、第一高管人寿保险公司(First Executive Life)、美国金融公司(American Financial Corporation),以及其他一些机构],该组织能够提供资金。接着,德雷克斯的银行家们开始寻访信用级别较低的企业,许诺帮助他们募集资金。这样德雷克斯就同时迎合了供需双方的需要,并能从中赚取应得的手续费(不久以后,德雷克斯就不再仅仅满足双方的需要,而只是许诺为企业提供资金的同时自己持有债券,承受了很多自己本不该承受的风险,并且随着时间的推移越积越多)。到 1978 年,德雷克斯已经成为了承销垃圾债券最多的金融机构,并且一直到 1990 年衰败前,还荣膺这一桂冠。在 1978 年以后的 10 年间,德雷克斯为上千家企业募集了资金,其中包括家喻户晓的微波通信公司(MCI)、美国有线电视网(CNN)和克莱斯勒(Chrysler)等等。

垃圾债券业务在 20 世纪 80 年代初期非常活跃,并没有多大的风险,企业发行垃圾债券主要是为了企业的发展(2/3 的垃圾债券都用于企业的业务扩张),垃圾债券中尚没有任何负面的影响因素。然而,到了 80 年代中后期,情况发生了变化,当时是一个"贪婪是正当的"思潮肆虐的时代,垃圾债券市场增长到2 000多亿美元的规模,市场中充满了牛仔式的投机思维,对于垃圾债券的批评也与日俱增。就在这个充满危险的时期,德雷克斯做出了一个战略举动,决定进军垃圾债券业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务中最为棘手的领域，为恶意收购和杠杆收购提供垃圾债券融资服务，并为积极进行收购业务的企业提供资金保障。同时，德雷克斯还推出了“高度信赖书”(highly confident letter)服务，给予那些急切地想收购自己竞争对手，需要显示自己可融资能力的企业一种没有约束力的承诺[例如，伊卡恩(Icahn)公司在收购菲利浦石油(Phillips Petroleum)公司中就使用了15亿美元的高度信赖书；还有很多企业也使用了同样的手段进行收购业务]。

随着行事方式的愈发激进，米尔肯与他的一些团队成员开始走向了法律的反面，违背自己对债券发行人、债券投资者的信托责任，甚至违犯证券监管法令。米尔肯集债券的发起者、交易者和销售者等多种角色于一身，这与华尔街应有的操作方式相背离，这些角色本应该彼此分离，以避免利益冲突、防止机密信息透露，以及影响价值评估等一系列问题。米尔肯违法行为的表现形式很多，只不过有些较为隐蔽，有些更为张狂而已。譬如，米尔肯曾迫使拟将发行债券的企业购买其他债券发行人的债券，否则拒绝为他们提供融资服务(诸如“购买我们为XYZ公司发行的债券，否则我们不能为你发行债券”之类的捆绑销售)。如果有银行机构控制某一市场，那么重要的不是他们如何对待客户，而是他们可能操纵的东西。米尔肯也牢牢控制着垃圾债券的价格，这就是说，在一定时间内，只有他自己的债券组合所标示的价格才是最为重要的(不要在乎金融市场监管人员会有什么质疑)。他甚至可以按照自己的意愿对债券进行任意的价值评估，而这在一个具有流动性而且透明的市场里是不可出现的。当然，米尔肯自然也不会不进行内部交易，有一些交易还相当恶劣，事实上，他正是由于与当时名噪一时的套汇掮客伊万·波斯基(Ivan Boesky，被判犯有内部交易罪)进行了内部交易，才导致自己的最终没落。

德雷克斯自身还存在其他许多明显的内部冲突，这些内部冲突足以使任何客户和外部的投资者胆战心惊。譬如，很多德雷克斯的高级管理人员投资成立合伙公司，以购买银行所承销的证券。虽然，有一部分合伙公司的操作合法，但这些合伙公司的绝对数量在数年之内增加到了500多家，无形地加大了内部交易的几率，使外部投资者受到了歧视。调查人员后来发现，很多这些合伙公司所获得的价格要比外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部客户所获得的价格要优惠得多，而且还经常存在提前布局行为。德雷克斯可能为债券发行人以极低的价格承销债券，然后自己留存，或以做市商的名义买入，或进行长期自营业务投资，再转入到他们的高层管理人员和员工的投资账户，这一事实本身就充满利益冲突。

米尔肯及其他德雷克斯银行家们使银行承受了巨大的风险。他们进行了很多的直接买断包销业务，很多“高度信赖书”最终也转变成了债券包销业务，相当于德雷克斯往往要自己承受这些债券。随着债券市场泡沫的不断扩大，债券发行人的信用程度越来越差，债券的发行也越发困难。因此，米尔肯无疑为德雷克斯积聚了大量的不良资产，并使得这个原本具有良好流动性的投资银行，逐步转变成了一个具有巨额高风险的、缺乏流动性资产的准长期性借贷人。到 20 世纪 80 年代后期，德雷克斯经常承销价值数十亿美元的垃圾债券，并且资金的募集已经日显困难。一般而言，华尔街银行机构所持有的流动性强的证券组合和信用级别高的债券，可以通过抵押融通资金，而且抵押的折扣率非常低（譬如小于 1%），而德雷克斯所持有的垃圾债券投资组合的抵押折扣率却必须达到 50%。因而，德雷克斯的资产的流动性极差，一旦形势变糟，后果可想而知。

20 世纪 90 年代后期，当监管机构开始调查德雷克斯时，他们几乎不敢相信自己的发现，不道德的销售手法、内部交易、自我交易和内部利益冲突比比皆是。在面临《反诈骗腐败组织集团犯罪法》刑事指控（几乎是死刑判决）的威胁下，德雷克斯同意缴纳 6.5 亿美元的罚金处罚，并解雇米尔肯及其同伙。米尔肯本人也被指控犯有 98 项罪状，他供认了其中 6 项（大部分是较轻的罪状，比如股票暂置、逃税漏税等等），并最终同意接受 5 亿美元的罚金处罚，外加 22 个月的有期徒刑（这些罚金根本没有使他在经济上受到毁灭性打击，他被允许保留的个人财富估计还有 1.25 亿美元之多，并且不算他家人所拥有的 3 亿～4 亿美元）。德雷克斯的受罚与美国经济的下滑不期而遇，企业的违约率也在此时开始大幅度上升（创下了 2001～2002 年以前的历史新高）。对于像德雷克斯这样一个银行，资产中具有大量没有销售出去的高风险垃圾债券，而且这些债券只能获得 50%抵押融资，其流动性压力开始陡然增大。华尔街的银行机构开始收紧他们的信用额度，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

垃圾债券价格的下降(部分原因是监管规则改变,储蓄借贷机构必须卖出所持有的垃圾债券)也使得银行机构需要不断追加交易保证金。德雷克斯遭遇了流动性漩涡,导致1.5亿美元的应付款项不得不违约,而这又引发了其他的交叉违约行为,最终终结了德雷克斯垃圾债券业务。米尔肯的违法行为给德雷克斯造成了严重的损失,使得其资产的流动性极差且风险极高。而且,它同时又遭遇了监管机构的罚款和制裁,在这些因素的共同作用下,德雷克斯终于寿终正寝。尽管米尔肯和德雷克斯自1990年9月就不再在市场出现,但事实已经证明,垃圾债券市场并非是某一个人或某一个机构的市场。垃圾债券市场虽然在20世纪90年代初曾一度沉寂,但这并不是因为市场缺少了米尔肯和德雷克斯,更多的是因为企业的违约率居高不下(这源自经济系统的混乱)。不久,垃圾债券市场又开始复苏,并即将成为华尔街经久不衰的市场之一。不要像米尔肯和德雷克斯一样,他们漠视了对客户的责任,没有遵循谨慎管理的原则,也最终作茧自缚。

* * * * * *

利益冲突可能的表现形式多种多样,比如利用他人的信任牟取个人的私利,允许独立的研究分析人员为负有盈利任务的投资银行人员提供研究报告,不惜损害客户的利益从事个人账户交易,为获取个人收益而与他人进行利益交换,即使存在明显的盈利机会也未能向客户提供及时信息,等等。只要存在利益冲突,就一定存在发生不正当行为的可能性。

当然,利益冲突并非新近才出现的新鲜事物,在20世纪20年代,甚至是华尔街最具影响力的人物也曾从事过不正当的业务。譬如,时任大通银行董事会主席的艾伯特·威金(Albert Wiggin)就建立了好几个个人账户,以便能做空大通银行自己的股票。因此,大通银行的首席执行官就有十足的动机去打压银行的业绩,以便能够促使股票价格下跌,为自己的个人账户牟取利益。事实上,他们也确实是如此操作的,赚取的利润高达400万美元,而且从来没有受到任何责难。几乎与此同时,国民城市银行(National City Bank)的董事会主席查尔斯·米切尔(Charles Mitchell)则成立了自己控股的公司,动用储户的资金进行一些股票投机活动,这也是一种利益冲突。

近代社会发生的利益冲突的例子也不少(同样,值得注意的是,这些都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只是其中很小的部分案例而已），其中，对整个银行业影响最大的源于银行机构的研究分析部门与投资银行业务部门之间所存在的结构性问题。华尔街的金融机构一般都有研究分析团队，这些团队的职责就是提出好的投资计划，引导投资者的资金流向。分析师通过剖析各种重要信息，尽力判定企业或市场的未来走势。由于这些分析中包含着对未来的"展望"，其中也可能出现错误。分析师们都是人，他们偶尔也会犯错误，因此，他们可能会张冠李戴，把卖说成买，把债券说成股票，把日元说成欧元。这很正常，如果他们的说法是基于他们勤奋工作的结果，而且能够合理地解释事实，没有人会过多地责难分析师[即使他们犯了弥天大错也是如此，比如摩根斯坦利的网络行业分析师玛丽·密科（Mary Meaker），在斯坦利为意得网（Priceline. com）发行首次公开发行股票以后，她推荐"买入"，她最初推荐的买入价位是 134 美元每股，在股票价格跌到 80 美元时，她仍然推荐买入，跌至 8 美元，甚至 4 美元时，她还是维持买入推荐，这完全是一种错误的分析预测，但事情也仅此而已（但不必担心，斯坦利从意得网的业务中赚取了9 000万美元的手续费）]。如果分析人员故意误导投资者，利益冲突问题就会浮出水面。首先值得注意的是，研究分析团队是成本中心，他们本身不会产生直接收益，这就是说他们不得不卑躬屈膝地四处筹措资金（而且是大笔的资金，因为分析师也希望能赚取一份丰厚的薪酬），而其中最合乎情理的资金筹措方式莫过于求助投资银行部门。因为，从理论上而言，投资业务部门是能直接或间接从研究分析部门获取利益的部门，虽然研究分析部门必须为客户企业发表有利的言论才对投资业务部门有利。这样，利益冲突就产生了，一方面，研究分析部门需要为投资银行业务部门创造价值，才能使得投资银行业务部门愿意为他们提供研究分析所需的资金，但是另一方面，他们又需要保持研究分析的独立性，以及研究分析工作的质量。这是一种严重的利益冲突，在 20 世纪 90 年代后期，证券市场处于牛市时，曾表现得非常明显。绝大多数的大型金融机构都把研究分析事务当作一种市场营销和获得业务的工具，而不是一种为客户提供独立咨询意见的服务。投资银行家们发现与研究分析部门合作的"真谛"在于可以向投资者提供诱人的研究报告，因而极其愿意为他们的研究分析的"朋友"提供资金；所有的人都热衷于此（除了利益受到损害的投资客户）。利益冲突的核心在于不论客户企业的状况如何，都提供积极评价的研究分析报告（比如花旗和美林），本来应该下调投资级别，却不下调（比如花旗、美林和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

瑞士联合银行)，同意向投资银行家和客户提供他们尚未发表的研究分析报告(比如雷曼兄弟、美林、瑞士联合银行、瑞士信贷第一波士顿)。甚至当银行机构内部的零售经纪人也抱怨研究分析报告存在偏见/污点，但他们的抱怨无济于事，利益冲突还是在继续加剧。

因此，处于利益冲突中的分析师们为了协助投资银行部门获取业务(或者为了赚取更高的奖金以满足一己之利，或者为了保住自己的工作)而改变自己的研究结果。他们本应该对企业的财务状况和发展前景作出独立的判定，但有些(很多?)分析师公然鼓吹、甚至虚构企业的业绩，把根本没有投资价值的企业评定为“强烈推荐买入”级，以协助投资银行家们获得盈利丰厚的业务。这样的例子数不胜数，但限于篇幅，此处只举出少数几个。比如，花旗的电信分析师杰克·格鲁曼(Jack Grubman)和美林的互联网分析师亨利·布罗奇特(Henry Blodget，后面章节还会提到他)，他们总是把一些风险较高的股票列入“买入”或者“强烈推荐买入”，以便他们的雇主能赢得相关的业务。世通、维世达(Winstar)和焦点通信(Focal Communication)等的证券就是格鲁曼最喜欢推荐买入的证券，即使这些企业即将破产时仍然如此(但到那时，花旗已经从这些企业的债券和股票承销业务中获得了大量的手续费)。在公开场合，布罗奇特曾说他喜欢像因特网资本集团(Internet Capital Group)以及讯通网(Infospace)这样的企业，但在私底下他却并不这么认为，美林能够获得上述两家企业的投资银行业务就不足为奇了。瑞士联合银行的分析师霍华德·卡佩克(Howard Capek)，他在 1999 年年末的一封电子邮件中说南方保健公司(HealthSouth)是一只“猪”，“一个垃圾企业”，并发誓“自己将决不持有该公司一股股票”。然而，从 2000 年初开始，他把这个股票列为“强烈推荐买入”[宾夕法尼亚州众议院议员、众议院能源与商业委员会主席詹姆斯·格林伍德(James Greewood)在监察与调查(Oversight and Investigation)]报告中评述道：“非常明显，卡佩克先生信念的转变实在令人感到十分惊奇，前一天他还说这是一条狗，第二天他又说这是一个宝贝。”[5] 并且，在接下来的两年中都一直维持“强烈推荐买入”，瑞士联合银行也成为该公司优先选择的银行(从该公司 20 亿美元的融资服务中获得了数百万美元的回报)。然而，南方保健公司的股票价格却稳步下跌，该公司最终被发现涉嫌大规模的财务欺诈行为，在 15 年中夸大了数十亿美元收益，而被监管机构提起诉讼(瑞士联合银行也被监管机构另案调查，被指控捆绑销售，曾阻止了南方保健

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司与其他银行机构进行业务往来)。再比如美林的分析师华·杨(Phua Young),曾为问题百出的联合企业泰科(Tyco)遮羞挡丑,根本不知道自己到底该效忠于美林的投资者、美林的投资银行家,还是泰科公司。事实上,他完全迷失了方向,最终被美林解雇,并因为有预谋地发表误导性的研究报告而被全国证券经纪商协会(NASD)起诉。在华·杨的一些令人非常惊奇的电子邮件中,他标榜自己是泰科的"忠诚雇员",并宣称"泰科间接支付了他的工资"。他还和泰科的首席执行官丹尼斯·柯斯洛斯基(Dennis Kozlowski,他也被指控犯有诈骗罪)互相交换礼物。他只在泰科的首席执行官看过并同意他的研究报告后,才把他的研究报告发布给投资者,他反馈给投资者的都是一些错误的信息。比如,在其 2002 年的一份研究报告中,他声称泰科的子公司 CIT 价值 70 亿～80 亿美元,但他在另一封给泰科的投资者公关经理的电子邮件中说"它无论如何都不值 80 亿美元"(最终 CIT 以 46 亿美元的价格被剥离)。华·杨在 1999 年到 2001 年间还曾帮助美林赢得了 4 笔债券发行业务,使美林获得了2 000万美元的收益(自己也得到了几百万美元的薪酬),但他从来没有帮助过投资者。

* * * * * *

极端可耻的投资分析

2002 年,华尔街的金融机构因为涉嫌极端可耻的股票投资分析而得到了血的教训,这一引人注目的事件向人们展示了华尔街多方面的错误和过失,包括利益冲突、管理不善、内部控制缺失、评判力不足、恶待客户、违犯法令,以及散布谎言,等等。最终,华尔街银行机构的投资者至少损失了 14 亿美元(还有一部分损失取决于未来的诉讼情况),绝大多数主要银行机构的声誉也进一步受到了损伤。当纽约州的总检察长艾略特·斯皮策(Eliot Spitzer)宣布他的调查结果时,华尔街金融机构的投资者们对此反应强烈,纷纷抛售手中的股票,一个月之内,美林、高盛、瑞士信贷第一波士顿、花旗、摩根斯坦利、JP 摩根大通,以及其他的一些银行机构的市值损失了 50 亿～100 亿美元。

事情的经过大致如下。10 家华尔街主要的银行机构为了追逐更大的利润,对他们的研究分析部门管理失当,把赚取利润置于道义、信托责任以及客户利益之上,持续时间至少长达数年之久。银行机构的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高级管理者们允许(有时甚至是公开鼓励)本应该具有独立性的研究分析人员,在推销融资和并购业务时与投资银行人员紧密合作,并允许投资银行人员考核研究分析人员的业绩,向他们支付薪酬;他们也允许研究分析人员撰写并散发不准确,甚至带有欺诈性的投资研究报告,并在报告公开发表前让投资银行人员和客户企业预先审核;他们还怂恿投资银行人员采用威胁手段强迫研究分析人员维持"买入推荐"。研究分析成了银行机构吹捧和推动劣质股票上市的工具(大部分股票与 TMT 有关,包括我们在第二章中讲到的 90 年代后期出现的很多有问题的网络股票上市交易)。在大多数情况下,研究分析都不是对受评企业前景客观的、有益的分析评价。(当然,有些企业也要负一定责任,他们热切地希望所有的研究和分析都是对自己企业有利的,特别是在将要进行首次公开发行或者发行新股的几个月中;而且,只要针对持有企业股票的高层管理人员的 180 天锁定期一过,他们就可以潇洒地抛售所持股票,有时候他们甚至还人为地刺激股票价格上涨,以牟求私利。)

有些分析人员明显受到了投资银行人员的压力,不得不发表错误的分析报告,也不能作出"持有"或"卖出"推荐。到 2000 年年中,这种扭曲的行为导致全行业"买入推荐"与"持有/卖出推荐"的比例高达 92∶8(在某些情况下,这种扭曲行为甚至更加严重,比如,花旗研究部门总裁约翰·霍尔曼(John Holman)在其 2001 年 2 月的一份记录中披露,该机构1 177只股票被评为"买入",1 只股票"卖出",1 只股票"表现不佳",比例明显失调,即使当时证券市场处于牛市)。一般而言,银行机构的高层管理人员对这些做法大多十分清楚,只是没有加以管束。两位高盛分析师之间的电子邮件所披露的情况非常典型,尽管市场已经开始下滑,TMT 股票价格开始大幅度下跌,"出于对投资银行业务的考虑,容不得我改变投资(AT&T,世通股票)推荐级别"。[6] 还有,瑞士信贷第一波士顿分析的言语:"不成文的规则……我已经慢慢学会了适应科技行业投资银行业务部门为了取悦客户企业而实行的一系列规则……因为遵守这些规则,我成功地设法使自己不至于得罪客户企业或投资银行人员。"而且,还有很多夸张的研究分析报告,即使所涉及的企业和行业已经开始急剧恶化了,还会维持原有的推荐级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别长达数月之久。这些都是对信托责任的严重违背。

在 TMT 股票泡沫破灭以后，斯皮策及其同事展开了对华尔街金融机构研究部门的彻底调查，他们有权查阅各种交易档案、往来函件和电子邮件，并盘问现任和前任分析师、投资银行业务人员，以及高层管理人员。这样，总检察长查明了案件真相，这些违法行为和违法银行机构包括：

- 欺诈性研究分析(是欺诈，而不是错误或无用)：美林、花旗、瑞士信贷第一波士顿
- 不公正的研究分析：贝尔、瑞士信贷第一波士顿、高盛、雷曼兄弟、摩根斯坦利、帕袍·杰弗雷(Piper Jaffray)、花旗、瑞士联合银行，这些银行机构特别被指控发布了“夸大其词”和“毫无根据”的研究报告
- 秘密支付薪酬/分析师接受献金：瑞士联合银行、帕袍·杰弗里、贝尔斯登、J. P. 摩根大通、摩根斯坦利
- 分股行为：瑞士信贷第一波士顿、花旗

所有这 10 家银行都因为允许投资银行业务人员干涉研究分析事务而被提起诉讼。

有白纸黑字可资证明，美林是第一家(2002 年 5 月)主动承认罪状，并与监管机构达成庭外和解的银行机构；该机构同意支付 1 亿美元罚金，并在研究分析部门的组织与汇报体制，以及报告发布前独立性审查等相关方面进行内部改革。美林的庭外和解为其他机构树立了榜样，最终其他银行机构也先后与监管机构达成庭外和解，共支付了 14 亿美元罚金(不得抵扣税款)。(有些银行机构开始叫嚣，声称他们与监管部门达成庭外和解而产生的“损失”，有一部分应该由保险机构承担，这是华尔街的一贯伎俩，幸好监管机构和法庭及时阻止了他们的索偿行动。)和解协议还要求银行机构把研究分析部门和投资银行部门分离开来；规定研究分析工作必须独立，不得让客户承受负担；更加全面地披露股票评级信息(包括“卖出”股票只数，分析师的具体业绩，等等)。

与监管机构签订庭外和解协议，并不能免除针对银行机构的欺诈指控和集体诉讼。这对受到侵害的投资者而言是有利的，因为该协议并没有使得那些蒙受了损失的普通小投资者得到多少帮助，而这一规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定使得他们获得了更多地讨回损失的机会(当然,对银行机构的投资者而言,这不是一个好消息)。全国证券经纪商协会(NASD)第一次大规模受理的与分析师违规行为相关的集体诉讼始于2003年年中,共计有125起集体诉讼(而且,在接下来的几年中,可能超过4 000起)。很多银行被迫准备迎接更多的诉讼,纷纷建立储备基金以防止不可预见的诉讼和清算。那么,到底谁会遭受损失呢?银行机构的投资者。当然,客户也会遭受损失,因为他们本身就已是银行机构严重违背信托责任的受害者。

那么,华尔街会从这些经历中吸取教训吗?研究分析工作会改正不足,变得对客户有益呢;还是仍然会像前几年一样,继续充当牛市的营销工具呢?分析师们会实事求是地发布"卖出"推荐呢;还是会一旦公众的目光转移到其他一些问题,证券市场再次获得牛市的推动力,就继续玩起从前的伎俩呢?谁知道呢?但可以肯定的是,银行机构的首席执行官都会在正式场合作出要痛改前非的姿态。比如,美林前任首席执行官大卫·柯曼斯基(David Komansky)在2002年的年会上说:"我们背弃了我们一直以来的高标准,我要借此机会对我们的客户、我们的股东和我们的雇员致以公开道歉。"[7] 真是风趣。高盛的首席执行官汉克·鲍尔森(Hank Paulson)告诉他的股东们:"不言而喻,有前车可鉴,我们一定能够做得更好。"[8] 花旗前任首席执行官桑迪·威尔(Sandy Weill)说:"我们可以自豪地说,我们的行动坚定而坦荡,不等监管机构提出,就主动进行了变革。"[9](实际上,比他说的迟了二三年。)难道这就足够了吗?作为一个负有受信托人责任的机构,华尔街难道不应该避免登上这样一个充满危险而不光彩的舞台吗?事实上,有些银行机构根本没有做到承担受信托人的责任,他们备受美国证券交易委员会和总检察长的责难。摩根斯坦利前任首席执行官菲利普·珀塞尔(Philip Purcell)曾极力弱化整个事件对零售客户的影响,这引发了美国证券交易委员会主席威廉·唐纳德(William Donaldson)的愤怒,珀塞尔最终被迫向公众道歉。美林前任首席执行官斯坦·奥尼尔(Stan O'Neal)在《华尔街日报》发表了一篇简短的文章,论述银行承受风险的重要性,得到斯皮策针锋相对的回应:"我在某重要刊物上拜读了某位首席执行官的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大作，这位首席执行官先生认为，这（庭外和解协议）纯粹是为了尽可能消灭市场所存在的风险，而风险是市场与生俱来的。我们当然明白这一点，而且市场因为有了风险才变得繁荣旺盛。但无论如何，欺骗行为都是不可容忍的。因此，首席执行官先生……如果我是你，我会好好反省自己，而且，我们对贵公司的指控，就在于你们的欺诈行为……因为你们所做的，就是在尽可能多地赚取佣金的同时，把风险转移给不知情的投资者。这既不公正，也不公平，也不是市场原本应该运行的方式”。[10]

* * * * * *

研究分析当中的利益冲突还会带来其他一些问题。譬如，为了提升一些状况不佳的企业的外在形象，一些华尔街金融机构会出资聘请其他华尔街金融机构为这些企业出具一份积极评价的研究报告。他们这样做的目的在于使特定的企业在证券市场中获得更多的“买入”评级，以便经纪人能够更加容易地推销出去那些神奇的最新网络股票。这很有意义，比如，如果XYZ银行正在承销一只新股票，人们总是希望该股票能够获得更多的“买入”评级（这或许也是银行之所以能够获得承销业务的原因之一），若是能够串通几个同行，让ABC和DEF银行都给出“买入”评级（他们并不参与新股票的发行），这不是显得很有利吗？投资者看到三个“买入”评级，而且其中有两个是“独立”的第三方评级，他们就会争先恐后地买入该股票，甚至不惜进行“后市”(after market)交易。摩根斯坦利把这种方式称之为“研究分析的经济保证”，并因为12项证券研究分析[包括，维尔软件(Veritas Software)，艾捷软件(Agile Software)，皮富尼公司(E. Piphany)]向25家证券机构支付了270万美元的酬劳费用。如果瑞士联合银行没有参与证券承销业务，它也提供研究分析报告，并获取“特殊研究费用”[例如，富雷克斯(Flexfroncs)，埃特公司(Atmail)]。5家华尔街金融机构因为存在这种利益冲突，或参与监管机构所称的“柜底交易”(under-the-table)而受到责难。这些机构声称，他们只是依照发行证券的客户企业的指示行事（例如，维尔软件给予斯坦利证券承销和并购业务前提条件是，斯坦利必须为企业安排研究分析事务）。但无论怎样，摩根斯坦利、瑞士联合银行、J. P. 摩根大通、贝尔斯登和帕袍·杰弗雷(Piper Jaffray)都曾因为牵涉此种利益冲突而被起诉，他们最终也承认了罪状，支付了罚金（斯坦利被迫多支付了165万美元，因为斯坦利在它的一些敏感的电子邮件中不慎“多言

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多语”，被监管机构抓住了把柄）。

* * * * * *

是分析师还是银行家？

在20世纪90年代末期，TMT泡沫登峰造极的时候，华尔街的分析师们，尤其互联网、电信、传媒网络和无线通信行业的分析师们，都是备受人们推崇的“半仙”。他们无处不在，大肆吹捧市场，积极推销最新的、行情高涨的网络概念股，随时配合投资银行家们去赢取股票发行业务。他们在CNN和CNBC的电视节目中频频露脸，就一些重要企业的盈利、收入、市盈率和股票目标价位等高谈阔论，以引诱投资者购买股票，从而推动股票价格不断攀升（在此过程中，他们或许可以为自己所在的机构获得一些额外的投资银行业务），不幸的是，在分析师们的大肆吹捧下，大部分股票价格迅速飙升的企业，其股票价格最终会硬着陆，重新回归现实。

投资银行家应该具有强烈的进取心，进行强有力的推销，以智慧赢得竞争，并争取到业务，这是他们获取薪酬所应该从事的本职工作。相反，分析师则应该要深入剖析企业的财务状况，仔细探究企业的管理状况，并对企业的发展前景作出独立的、不偏不倚的判断，一般而言，应该要带着怀疑和驳斥的眼光看待企业。分析师们看待企业、与企业会谈或处理与企业相关事务的方式本应该与投资银行家们不同，但有些分析师的行事方式却与投资银行家们毫无两样。在摩根斯坦利，不少员工都认为互联网行业分析师玛丽·米可尔（Mary Meeker）实质上就是一位投资银行家；事实上，米可尔在她的自我业绩评估报告中写道：“我最大的、也是最重要的作用就是帮助摩根斯坦利赢得最佳的互联网首次公开发行股票承销业务。”（而分析师最重要的角色，应该在于独立地进行分析工作。）高盛的分析师克雷格·柯隆尔（Craig Kloner）在描述其2000年业绩目标的一封电子邮件中声称：“目标1，目标2，目标3：获得更多的投资银行业务收益。”贝尔（Bear）的研究部门主管告诫他的下属：“与投资银行业务人员进行合作是你们工作的一部分。”如此种种，不一而足。

因此，分析师和投资银行人员勾结在一起，扮演着投资银行家的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

角色。20世纪90年代，当证券市场处于牛市的时候，很多分析师都存在严重的利益冲突，并一度成为新闻媒体报道的热点。他们杜撰过分夸大其词（或误导性的，或欺骗性的）的研究报告，以（1）帮助他们的雇主赢得投资银行业务；（2）获得更多的奖金；（3）保住自己的工作。如果分析师认为证券市场行情看跌，那么他在华尔街上是不受欢迎的，他们对市场未来行情作出正面的展望是不容置疑、无可商量和不可动摇的，不存在作出卖出推荐的余地，如果某些证券只能选择作出卖出推荐，他们就缩小分析的范围，把这些证券排斥在外。（1990年，当时证券市场还处于熊市气氛当中，研究分析部门中所存在的利益冲突还不甚严重，但分析师得出的买入推荐还是要远多于卖出推荐；到1998年，当时利益冲突问题已经非常严重，TMT泡沫正处于顶峰时期，华尔街的分析师团体把2/3的股票评为买入推荐/强烈买入推荐，1/3的股票评为持有推荐，仅有1%的股票评为卖出推荐；那些为了获取投资银行业务的银行的研究分析甚至更加扭曲：90%、95%，甚至99%的股票都被推荐为购入或者强力购入。由此可见，研究分析部门存在的利益冲突是何等严重。）

尽管过去（现在？）存在利益冲突的分析师很多，但或许没有一个人像花旗银行（前所罗门·史密斯·巴尼）分析师杰克·格鲁曼（Jack Grubman）那样表现得如此明显。格鲁曼是电信行业的分析师，从1996年电信行业放松管制起，到2001年电信行业步入苟延残喘期间，他协助花旗银行赢得了大量的债券和股票承销业务，也就是在此期间，花旗银行为电信部门募集了令人震惊的1 900亿债权和股权资本，赚取了超过10亿美元的佣金，这在很大程度上要归功于格鲁曼的努力。格鲁曼在花旗银行期间所做的许多事情与投资银行家几乎没有什么区别[他曾经宣称"过去被认为是（研究分析部门与投资银行部门之间的）一种利益冲突，现在看来是一种协同效应"，确实如此吗？]。事实上，格鲁曼与包括奎斯特（Qwest）、环球电讯（Global Crossing）和世通在内的很多企业的高层管理人员交往密切，并与他们建立了良好的个人关系，参加他们的董事会会议，协助他们制定发展战略（所有这一切都意在为花旗银行赢得利润丰厚的投资银行业务），尽管他的职责应该是对这些公司给出独立的、无偏见的研究观点。如果分析师极

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力推销投资银行业务，参与企业的各种会议和聚会，为企业提供各种管理咨询建议，那就很难判断所谓的独立性分析观点到底是怎么回事，但可以想像这些行为到底会带来什么样的问题。而且，已有的大量的证据表明，某些银行的优先客户企业的业绩与银行所发布的股票推荐意见根本不一致。譬如，在世通公司的股票价格从 90 美元大幅度下滑到 4 美元的很长一段时间内，格鲁曼都一直维持对该公司的股票的“买入”评级，直到该公司濒临破产才将股票评级为“中性”。这是一种邪恶的侥幸心理，更是一种罪孽深重的研究分析或利益冲突。[美国众议院议员迈克尔·卡普诺(Michael Capuano)在众议院调查世通公司案件，评论格鲁曼时说道：“我们有一个所谓独立的分析师，可是他不但不独立，而且显然也不会分析。”]维世达(Winstar)公司也发生过同样的事情，就在格鲁曼公开批评其他看跌该公司的分析师后两个月，维世达就申请破产了。还有焦点通信(Focal Communications)公司，格鲁曼在维持该公司“持有”评级的同时，却在其电子邮件通信中称该公司就是一头“猪”。还有麦克莱公司(Mcleod USA)，直到公司申请破产前，格鲁曼都还一直保持着对该公司的“买入”评级。因此，花旗能够从世通公司、维世达、焦点通信和麦克莱电信赚得大笔的收益，也就不值得大惊小怪了。接下来还有 AT&T，1999 年 11 月，时任花旗首席执行官的桑迪·威尔(Sandy Weill)要求格鲁曼对 AT&T 进行重新评估，格鲁曼此后就把 AT&T 的评级从“中性”，调升为“买入”。不久以后，花旗就赢得了 AT&T 无线通信公司(AT&T Wireless)首次公开发行股票的主承销商角色，这是美国历史上最大的首次公开发行股票(为此，花旗赚取了高达6 300万美元的收益，而且，当时的首次公开发行股票价格还被低估了 630 万美元)。六个月以后，格鲁曼把公司的评级从“买入”调低到“中性”。2001 年 1 月，在监管机构的调查过程中，格鲁曼写给朋友的一封电子邮件浮出水面：“大家都认为我调高 AT&T 的级别是为了获得 AT&T 无线通信的投资银行业务，其实不然，我当时是为了利用桑迪的关系把我的孩子送入第 92 街的 Y 学前学校(这可比进哈佛还难)，而桑迪(AT&T 的首席执行官)需要阿姆斯壮(Armstrong)的支持以在董事会的斗争中击败约翰·里德(John Reed，当时与威尔同任首席执行官)，显然，我与威尔有着共同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的利益关系……我改变我对AT&T一贯的负面评价，阿姆斯壮当时绝对不会知道，我和威尔正把他玩弄于股掌之中。”[11]唔，这很有趣！毫无疑问，所有人都会否认存在任何利益冲突。但通过这些点点滴滴的信息，相信大家可以作出自己的判断。

甚至，当TMT泡沫迅速破灭，整个行业开始走向萧条时，格鲁曼仍然在不遗余力地鼓吹TMT行业的美好前景，完全不顾该行业已经过剩的产能，以及严重过高的资产负债率水平，还预测电信服务行业在10年以内仍将保持两倍国内生产总值增长率的增长速度。同样，如果我们再次审视一下格鲁曼协助花旗银行所获得的投资银行业务收入，就不难发现，格鲁曼评级的所有股票都是“买入”或者“强烈买入”，而且，他认为TMT行业仍将保持数年的强势增长，这些其实并不奇怪，花旗从麦克莱公司获得了6 900万美元，从世通公司得到了1.41亿美元，从环球电讯公司获得了8 400万美元，从奎斯特公司得到了3 400万美元的收入。如果某银行机构的分析师对这些公司的评级为“中性”或者“卖出”，难道还有人会认为该机构能够获得所有这些收入？根本不可能！

就在花旗的如意算盘被识破，大部分被格鲁曼评为“买入”的股票纷纷陷入困境的时候，各种调查和诉讼纷至沓来，全国证券经纪商协会(NASD)、美国证券交易委员会和纽约州检察长都指控格鲁曼存在违法行为，而对他提起了诉讼。就在斯皮策(Spitzer)的调查获得了格鲁曼某些不正当行为的证据时，格鲁曼离开了花旗，对自己发布具有欺骗性的(比如，焦点通信公司，都市媒体光纤网络公司(Metromedia Fiber))和误导性的[比如，勒迩—3通信公司(Level 3)，罗格无线通信公司(Rogers Wireless Communications, RCN)，威廉姆斯通信公司(Williams)，等等]研究报告的行为供认不讳，并同意支付1 500万美元的罚金。格鲁曼也同时被责令终身不得从事证券业务(但他在1999～2002年8月期间，就赚得了6 700万美元，还有花旗给予他的可宽免的1 500万美元贷款，以及其他一些资产，比如股票、期权等可以倚靠)。但格鲁曼所面临的指控还远没有结束，在向全国证券经纪商协会(NASD)提起的仲裁案件中，有700多个案件涉及对他的指控。

毫无疑问，并非只有格鲁曼处于利益冲突的漩涡之中，类似的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资银行家或分析师还大有人在，美林的互联网行业研究员亨利·布罗奇特(Henry Blodget)就是其中一位。他还是在奥本海默公司(Oppenheimer)时，就曾因为准确地预测到亚马逊(Amazon)股票将大幅度上涨而声名鹊起，当时几乎还没有多少人知道亚马逊的实际状况如何。这一事件确立了他在业内的声誉，美林因此高薪聘请了他，让他负责日渐诱人的互联网行业研究，并协助科技行业投资银行人员赢取业务，大量的利益冲突由此爆发。甚至，在互联网行业开始衰退时，他仍然大肆鼓吹，维持他所偏爱的15家企业的评级，而这些企业的股票在他的电子邮件中却被分别归入“炸药桶”、“蹩脚狗”、“垃圾”、“烤面包片”，以及“即将没落”之列。譬如，互联网资本集团(Internet Capital Group)在布罗奇特的最有价值选股名单中的评级为“2”(1代表强烈推荐买入，5代表卖出)，而在他的电子邮件中，却宣称该股票甚至会“降到5”；而他给讯通网(Infospace)的评级为“1”，但在他的电子邮件中却称该股票为完全是“垃圾股”。当然，如果美林不能获得投资银行业务的话，布罗奇特就会有意贬低所评的企业。比如，在勾统公司(GoTo)的股票首次公开发行股票之前，布罗奇特依据该公司提供的数据撰写了一份研究报告，并给勾统公司的相关人员看过，依据他们的意思对报告进行了修改。随后，他告诉勾统公司的管理层，他将给予其一个强有力的评级。但与此同时，他也准备了负面的评级报告，以防如果瑞士信贷第一波士顿，而不是美林获得了该公司首次公开发行股票业务之时的需要。后来瑞士信贷第一波士顿果然获得了该业务，他也发表了那份负面评级报告。

当布罗奇特的把戏最终被揭穿时，他对他在互联网泡沫时期大肆鼓吹该行业股票的事实供认不讳，同意向全国证券经纪商协会支付400万美元罚金，并且终身被禁止从事证券业务(美林也因为相关事宜而支付了1 000万美元罚金，还被迫向那些愤怒的零售客户补偿一笔不菲的赔偿金)。而且，布罗奇特还有大量的诉讼缠身，但他得到了美林200万美元的离职补偿金(另外，他在担任投资银行家/分析师的时候赚取了不菲的薪酬，据报道，在2001年就赚了1 200万美元)。

一旦处于利益冲突当中的分析师被曝光，焦点就转移到他们的上司身上，银行机构的研究部门主管会在很多方面受到监管机构的严厉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

审查，包括误导性宣传、监管不力、不公平地对待客户，等等。绝大多数研究部门经理对研究中存在的不正当行为应该十分清楚，只是没有采取任何措施加以阻止。事实上，正是因为他们清楚地知道研究分析工作不过是获取业务的一个工具，而并非为客户提供诚信咨询建议，才没有采取措施加以阻止，而这一事实本身就涉及一系列的受信托人责任缺失问题。监管机构也会调查投资银行人员，查明他们是否为了获取投资银行业务而可能给予了分析师某种压力。这种调查最终还会导致什么样的情况并不确定。不过，可以肯定的是，正是因为分析师们像投资银行人员一样的行为，而且没有得到有效的阻止，才使数百万投资者蒙受了数十亿美元的损失。

* * * * * *

当然，华尔街的"利益冲突"问题还可能以其他形式表现出来，比如，没有披露其他与现有商业/投资相关业务的关联关系，在评估商业机会时没有做到"不偏不倚"，以及没有把客户的利益置于盈利计划之上。接下来，就探究一下上述各个方面问题存在的一些实例。

有时候，银行机构不会向所有的人透露，他们将如何处理他们业已存在的业务关系，因此，外部的利益相关方并不能完全清楚地知道，在银行机构行动或交易的背后，是否还隐藏着其他动机。譬如，在惠普和康柏充满争议的并购案件中，德意志银行在提供并购建议时由于没有披露存在的利益冲突，而受到美国证券交易委员会公开谴责，并被处以 75 万美元的罚金。问题的症结在于，德意志资产管理公司（Deutsche Asset Management，DAM）持有大量的惠普公司的股票，但它并没有向它的客户披露，其同行业的兄弟公司德意志银行与惠普有十分密切的银行业务关系，并利用自己所持有的客户股票在惠普与康柏的并购案中投了赞成票。根据监管机构的要求（也是基本常识），德意志资产管理公司有责任向它的投资者们披露德意志银行与惠普的业务关系（包括德意志银行作为共同牵头银行为惠普提供的 40 亿美元授信额度），但它并没有这样做。同样严重的是，德意志银行还亲自干预了德意志资产管理公司的代理投票过程，德意志资产管理公司原本计划将持有的1 700万股惠普股票投为反对票，但当它发现德意志银行与惠普之间的业务联系，并得到德意志银行同仁们电话请求以后，德意志资产管理公司改变了主意，投了赞成票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在有些情况下，华尔街金融机构的高级管理者们也投资于与他们有业务往来的基金、机构或载体，此时，他们到底会作出何种“不偏不倚”的决策，实在令人费解，因为任何有影响力的人都会尽其可能地去主导业务的发展，以维护自己投资的价值。譬如，很多美林、瑞士联合银行和贝尔的高层管理人员都曾投资于长期资本管理公司的对冲基金（下一章将着重讨论该问题）。他们所在的银行机构与该基金的业务往来非常频繁，更重要的是，这些机构都参与了对该基金的救援行动。当然，这些高层管理人员都辩称他们主要是为了尽可能更加广泛地保护金融市场，因为长期资本管理公司的破产对整个金融体系而言将意味着非常严重的打击。但是，他们同意救援长期资本管理公司，同时也是为了拯救他们自己的资本。因此，隐藏在他们行动背后的真正动机是很值得怀疑的。不要忘记安然的尼日利亚驳船事件和 LJM2 特殊目的实体（SPE），当时美林以及美林的银行家们，参与了安然具有欺诈性的 LJM2 合伙项目的投资，并协助安然进行了一些资产暂置交易（和一些虚假交易），以刺激特殊目的实体业务收入和安然股票价格的提升，这也是一种明显的利益冲突。

利益冲突例子还有很多很多。事实上，甚至有人已经指出，华尔街的整个商业模式本身存在巨大的利益冲突。华尔街的金融机构如何能同时公平地兼顾其投资客户和企业客户的利益呢？它到底会把谁的利益置于最为重要的位置呢？它又能否在其业务结构中建立起适当的保护机制，以确保任何一方都不会受到侵害呢？利益冲突在整个行业中广泛存在，它存在于微观层面，比如投资银行业务部门的利益冲突显然更加突出了。譬如，如果某投资银行发现了某个价值被低估的企业，该企业可能是很合适于其企业客户的并购对象，那么，它可以选择为客户企业达成前景广阔的并购，它也可以选择不露声色，自己作为投资人，直接通过其商人银行进行投资。谁该得到这个投资计划？谁该获得利益？又该由谁来评判？再譬如，就杠杆收购（LBO）而言，如果某企业自己想进行杠杆收购，银行机构可以选择作为管理团队或投资团队的咨询顾问，帮助他们实现杠杆收购，它也可以选择自己直接提供资金收购该企业，获得企业上升的收益。银行机构把所有的牌都握在自己手中，因此，必须确定它会优先选择哪一种行事方式。而它选择的方式，并非总是符合客户的最佳利益。其他方面也存在着利益冲突，譬如，第五章曾经探讨过的订单转介费就存在明显的利益冲突。虽然这种做法具有一定合法性，但它因为衍生了各种各样的问题而遭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到很多人的坚决反对。如果经纪人把客户的交易委托给了某个特定做市商或者交易商,以换取回扣,那么,经纪人高于一切的目的就是使自己口袋中的金钱最大化,而并不一定是为客户争取最佳的交易价格。这也是一种明显的利益冲突。

害人终害己。虽然华尔街的金融机构有时能够领先于监管机构、律师,以及愤怒的客户一两步,但只要出现一个小小的失误,他们就会被抓住。在过去的数年中,绝大多数的华尔街金融机构都被法律诉讼和监管机构的处罚缠身,他们已经被迫偿付了总共数十亿美元,而且,在未来几年中,完全还有可能继续被迫偿付数十亿美元。

* * * * * *

瑞士信贷第一波士顿银行的麻烦事,第二部分:更多的科技股纠纷

前文已经介绍了瑞士信贷第一波士顿在科技行业投资银行业务方面的强大实力,以及该机构在"弗兰克朋友"账户中所存在的问题。接下来我们继续探讨该机构其他方面的一些问题。

到 2000 年,虽然弗兰克·奎特隆(Frank Quattrone)以及瑞士信贷第一波士顿事实上统治了科技行业的证券承销业务,但该机构在 TMT 繁荣时期所承销的大部分证券,最终都土崩瓦解,不值一文(其他机构承销的也完全一样)。事实上,到 2002 年,TMT 繁荣时期互联网行业首次公开发行的股票,超过 95%的股票价格都下降到了其真实价格以下,超过 50%的股票价格低于 1 美元。随着股票价格的狂跌,不幸的投资者纷纷投诉并威胁瑞士信贷第一波士顿,监管机构也发表了一篇详尽的关于该机构欺骗行为的调查报告:包括利益冲突、欺诈性的研究、分股、进阶、操纵佣金和妨碍司法公正。虽然美国证券交易委员会最初不愿意追究瑞士信贷第一波士顿的上述所有不正当行为(因为要证明存在欺诈性极其复杂),但最终他们得到了司法部的协助,并坚持进行了调查。长达数月的调查工作,最终确立了对瑞士信贷第一波士顿,以及对该机构研究分析部门主管奎特隆的指控。瑞士信贷第一波士顿最初坚决否认自己存在任何问题或不正当行为,并极力为奎特隆辩护[2001 年 5 月,在时任该机构首席执行官的艾伦·惠特(Allen Wheat)的授意下,该机构甚至还发表了一份声明,声称奎特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

隆并没有牵涉任何首次公开发行配股活动，也没有收取任何研究报酬，但这与监管机构所获得的证据完全相反]。摩根斯坦利的前总裁约翰·麦克(John Mack)取代惠特(Wheat)的位置后，采取了一系列行动，决定与美国证券交易委员会达成庭外和解，承认了包括参与分股、监管不力、科技行业投资银行部门给予分析师部门薪酬、发表欺诈性研究报告[例如，数码冲击公司(Digital Impact)和新思科技公司(Synopsys)]，以及虚假的研究分析[例如，新大中公司(NewPower)、维世达(Winstar)]等方面的指控。瑞士信贷第一波士顿付出的总代价超过3亿美元。奎特隆因为未能协助监管机构的调查而被瑞士信贷第一波士顿解雇(该机构曾规定，如果雇员不配合监管机构的调查，将被解雇)。奎特隆被解雇以后，监管机构以妨碍司法罪(包括他指示他的同事毁灭刑事犯罪证据的行为)和其他一些违法行为而向他提起了诉讼。

在瑞士信贷第一波士顿与监管机构达成庭外和解以后，当时他们必定松了一口气，因为悬在他们头上三年多的诉讼乌云开始消散了，他们终于可以继续开展业务了。甚至一度也曾是奎特隆坚定支持者的马卡(Mack，他曾经指出"他完全信赖奎特隆的清廉和道德"[12])也承认，有关科技行业投资银行业务的法律纷争已经严重地影响了他们的经营，并且玷污了银行的声誉，从而给竞争对手以可乘之机。然而，虽然随着庭外和解的达成，以及奎特隆的离职，悬在瑞士信贷第一波士顿头顶的部分乌云逐步消散，但该机构仍然必须面对1 000多件诉讼，并承受巨大的声誉损害。归根结底，不正当行为最终无不以罚金和业务的丧失为代价。

* * * * * *

失职的审慎性审查

华尔街最为重要的受信托人责任之一就是履行审慎性审查责任。这是一项艰苦而又十分必要的工作，要求银行机构深入挖掘和分析企业的经营状况，对企业实际状况作出判断，并发表自己的调查意见。前文已经提到过，审慎性审查就是发表公允意见，这是并购交易业务中的重要一环。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

审慎性审查过程包括深入研究企业的资产负债表、利润表、现金流量表，以及表外项目的详细信息，以验证企业向公众发布的报告或收购方的信息是否准确。尽管审慎性审查工作技术性很强，非常繁杂，也很沉闷，很多工作需要在律师和会计师的协助下才能完成；但在很多的情况下，这些工作都是必须履行的，银行家们不应该敷衍了事。因为如果他们敷衍了事，导致企业证券发行不成功或者并购交易最终失败，他们必然会付出沉重的代价。不幸的是，银行家们确实存在这种行为。他们很少严肃地进行审慎性审查，经常很草率地对待他们的工作，或忽视重要的事项，因而他们常常没有很好地履行审慎性审查职责。与其说银行家们喜欢审慎性审查工作，还不如说他们更喜欢竭力争取新的业务。因此，在审慎性审查的过程中很可能出现失职行为。

而且，已经有银行机构因没有适当地履行审慎性审查而受到责难，有时还得负责承担经济损失。当然，如今这早已不是什么特别新鲜的事儿了，数十年来，华尔街一直都没有尽职地履行“审查”责任。譬如，在 20 世纪 20 年代，当时杠杆投资信托计划极为流行，绝大多数银行机构都热衷于发行新的投资信托计划，以获取新的投资客户，可他们是如此之狂热，根本就不在乎履行审慎性审查责任，时常导致投资者遭受异常严重的损失。举例来说，当时声望卓著的投资银行李·希金森(Lee Higginson)向一个新近成立的投资基金出售了 2.5 亿美元分属不同企业的股票，这些企业都由少数几位实业家所控制，该投资基金后来又把这些股票出售给了他们的客户。不幸的是，由于银行机构忽视了对发行这些股票的企业的调查，事后证明，这些企业绝大多数存在欺诈行为，而这些欺诈行为原本只要稍做调查就可以被发觉的。投资者 2.5 亿美元的投资就这样付诸东流。

最近，从法律诉讼的角度来看，失职的审慎性审查在商业票据市场表现得尤为明显。银行机构没有适当地履行审慎性审查责任，让经营状况不佳的发行者发行票据，并最终出现违约行为，这违背了受信托人责任，银行机构应该承担经济损失的责任。高盛就曾因为没有适当履行对宾夕法尼亚中央铁路公司(Penn Central)的审慎性调查而受到重创，该案件如今已是法庭审判承销银行审慎性调查责任诉讼的具有分水岭意义的典型案件。1969 年到 1970 年间，高盛曾积极地向投资者推荐并出售那些处于困境之中的企业的商业票据，尽管他们并没有对这些企业进行全面的财务状况调查。1970 年，宾夕法尼亚中央铁路公司的8 700万美元商业票据违约，高盛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此被提起45项诉讼，声誉也受到了损害，其严重程度一点都不亚于1992年高盛信托公司(Goldman Sachs Trust Corporation)由于金字塔投资计划而遭受的损失。美国证券交易委员会严厉地谴责了它，指出"高盛既没有向商业票据客户交代(此类不利的)财务信息，也没有对该企业进行彻底的尽职调查。如果高盛留心了这些警示性的信息，他们就应该知道，该公司实际经营状况比公开报道的要糟糕得多"。银行被判有罪，被迫按票面价格从投资者手中买回违约的票据，并支付未付的利息(这无疑损害了其合伙人的利益)。雷曼也曾因为巴克雷斯(BarChris)公司遭遇了与高盛类似的问题，并且，最近还不止是雷曼和高盛两家出现此类问题。银行不应该为经营不甚稳定的企业发行短期证券，而审慎性审查程序就是要协助银行判断企业经营是否稳定。不幸的是，进行审慎性审查仅仅在监管部门有特殊要求的市场进行，并不涉及所有的市场交易行为。例如，欧洲商业票据市场就是一个购者自慎的市场，它并不要求银行机构履行适当的审查责任，因而不存在所谓的审慎性审查，这意味着如果像一体资源公司(Integrated Resources)或勃利·派克(Polly Peck)这样的证券发行企业破产，投资者并不能追究银行的责任。这对银行而言很好，但对投资者而言，无疑是相当糟糕的。

在其他业务领域，失职的审慎性审查也时有发生。例如，在美林建议HFS公司并购胜腾(Cendant)的案件中，美林的并购前审慎性调查显然是在敷衍了事，他们没有披露出任何问题。紧接着，美林在建议CUC公司并购胜腾公司时，又一次进行了审慎性审查，同样没有发现任何问题。再后来，美林在为胜腾公司发行结构性可转换债券前，同样又进行了审慎性审查，还是没有发现任何问题。然而，就在这些并购和债券发行活动发生后不久，监管机构成功地揭露了CUC公司的一些财务黑洞，这把胜腾公司推向了混乱的漩涡，并被迫支付了32亿美元的投资者补偿金[主要是由于加州公务员养老基金(CalPERS)的努力]。多么出色的审慎性审查！为同一公司，进行了三次审慎性审查，竟然未能发现任何问题。2002年年初，美林和花旗在经过审慎性审查以后，为能源企业威廉姆斯公司(Williams)发行了10亿美元的可转换债券。或许他们实在太不审慎，因为就在2周以后，威廉姆斯公司就宣布推迟公布2001年第四季度的财务报告，并宣布他们查实了另外24亿美元的债务。银行家们显然未曾披露这些债务。

不言而喻，失职的审慎性审查在安然身上频繁出现。很多在安然轰然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费·任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倒下前一两个月为安然发行债券或安排贷款的银行机构，都被投资者或辛迪加银团其他成员提起诉讼，宣称这些银行机构：(1)应该知道安然当时已经处于严重不正常的境地；(2)没有履行任何合理的审慎性审查责任；(3)没有正确地披露信息。而且，他们也指出，若是银行机构当初进行了适当的审慎性审查，他们本应该在安然倒下以前就能发觉到情况不妙。他们的指控或许很有道理。当然，这并不是说，银行进行的审慎性审查应该揭示安然的所有问题，但至少一些可疑的问题肯定应该被披露(坦白地说，某些为安然提供证券服务的银行机构的审慎性审查是失职的，例如，花旗银行、J. P. 摩根在预付掉期业务中与安然建立了相当紧密的关系，应该早已知道安然极大地瞒报了他们的负债水平)。对原告而言，虽然要证明被告在安然的陨落过程中存在串通作弊的行为较为困难，但是要证明被告在履行基本的审慎性审查和信息披露责任中没有尽心尽责或许较为容易。一个因为在安然彻底垮台以前 2 个月认购安然债券而损失了 1.2 亿美元的投资团队，向花旗、高盛和美洲银行提起了诉讼，状告他们没有行使审慎性审查责任，没有及时发布投资者预警信息，以及没有履行信息揭示义务。还有，向安然贷款的辛迪加银团成员之一的意大利联合信贷银行(Unicredito Italiano)向花旗和 J. P. 摩根提起诉讼，指控他们存在大量利益冲突，在安排贷款时没有履行审慎性审查义务，在信息披露中存在欺骗性的虚假陈述(比如，就在他们为安然安排贷款时，安然已经受到了美国证券交易委员会的调查，而他们却对这一事实隐瞒不报)。要么，银行在审查过程中对安然的一切都了如指掌，要么，就是他们的审查程序实在过于拙劣。但不管是哪种情况，这都是银行应行之责的崩溃。当然，事后说事，并非什么英雄，任何人都能指着花旗和 J. P. 摩根的鼻子说，他们本应该发现所有这些问题。很显然，一手造成安然困局的高级管理人员们，当时肯定会绞尽脑汁去迷惑别人，也肯定有能力去隐瞒很多东西。但无论如何，既然这些银行也曾参与了安然其他一些获利丰厚的业务，他们应该已经知道，事情不可能百分之百的完美，在审慎性审查中应该格外小心，尽可能地进行彻底的调查。而这也正是审慎性审查的目的之所在。

2003 年末，加拿大帝国商业银行世界市场(CIBC World Markets，加拿大帝国商业银行的投资银行部门，合并了原美国奥本海默公司部分业务部门)被法庭判决向三个老练的机构投资者[橡树公司(Oaktree)，西部信托公司(Trust Company of the West)和朴柯德公司(Pocholder)]偿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付5 200万美元，原因在于1997年该银行为万丽化妆品公司(Renaissance Cosmetics)承销数亿美元的债券时，没有履行适当的审慎性审查和信息披露责任。具体而言，监察法官发现CIBC的投资银行家们在承销债券过程中故意隐瞒重要事实，并进行误导性陈述；银行的内部通信记录显示，银行在审慎性审查过程中所讨论的万丽化妆品公司的销售计划是拼凑而成的(两年以后，这一事实由于债券发行人万丽化妆品公司申请破产清算而得到了印证)。尽管万丽化妆品公司存在诸多疑点，但银行家们还是毫不迟疑地完成了审慎性审查，把存在重大错误的数据照搬进了债券发行说明书，并为万丽化妆品公司发行了债券，眼睁睁地看着他们违约。审慎性审查又一次成为了掩盖事实的幌子，银行机构又一次向投资者发布了不正确的信息，而这一切无非就是为了获取更多的业务，赚取更多的佣金。

为了更加深刻地探讨失职的审慎性审查，还可再举一例。2001年1月，美林同意将其所有能源交易业务以4.9亿美元的价格出售给富贵草能源(Allegheny Energy)公司，2001年3月交易宣告结束。作为整个交易的一部分，美林的能源交易部门主管丹·戈登(Dan Gordon)加入富贵草能源公司，并仍然担任能源交易部门主管。2001年4月，就在美林即将为富贵草公司发行6.67亿美元股票的前两周，美林(以及富贵草能源公司)的官员们收到了一家加拿大律师事务所的律师函，函件称他们有理由相信戈登存在不道德的行为，并有可能犯有欺诈罪。这至少说明，该交易还有些东西值得进一步调查，是不是？那么，在股票发行之前，美林又做了些什么呢？他们什么也没有做。他们并没有调查此事，没有理会律师事务所的函件或与该所接触以了解事情的详细信息，也没有扩大他们的审慎性审查的范围，更没有在股票发行说明书中披露任何信息，他们还是按原计划发行了6.67亿美元的股票(众所周知，这意味着大把的佣金)。实际上，美林完全有理由怀疑富贵草能源公司的雇员并非总是那么诚实而坦白，而且作为股票承销商，他们有义务进行独立的审慎性审查，以确保股票发行说明书的准确性。但是，他们并没有这样做(然而，就算不为新发行股票的投资者着想，而仅仅只是为了维护自己的利益，他们也本应该这样做。后来真相大白，律师事务所宣称的犯罪行为确实存在，戈登把美林自己的4 300万美元通过各种渠道转移给了一个空壳公司，并在2003年末最终承认了自己的欺诈行径)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

* * * * * *

财务黑洞与审慎性审查

2001年5月，以花旗和J. P. 摩根为主理银行，以德意志银行、荷兰银行(ABN Amro)和美洲银行为副理银行的银团为世通公司发行了110亿美元的企业债券，正如第3章所述，当时正值电信热潮的顶峰。在债券发行路演过程中，投资银行家们极力宣扬世通公司的优势，路演很成功，投资者认购踊跃。债券发行所募集到的部分资金被用来偿付世通所欠承销银行的贷款（这得到了两个主承销银行机构的同意，而并非偶然）以及商业票据（这消除了银行所承担的信用额度承诺）。（当然，如果证券发行人的财务状况非常好，且银行没有理由怀疑发行人存在财务问题，那么，通过发行债券来偿还贷款完全是可以接受的；但是，如果债券发行人/贷款人的财务状况很糟糕，而且承销银行也十分清楚发行人的状况，那么他们的行为就是不正当的。这些不正当行为曾促使监管当局制定了格拉斯—史蒂格尔法案）。就在世通公司发行债券6个月以后，有关世通公司存在欺诈行径的传言就不胫而走。2002年夏，世通公司因为巨额的债务和虚报高达38亿美元收入而申请破产。几个月以后，世通公司通过破产重组而获得了苟延残喘的机会，所披露的虚增收入也上升到110亿美元。尤其在1999年（债券发行前两年）到2002年年中（申请破产前数周）期间，世通公司的管理层伪造了400多笔的交易，从而构成了具有欺诈性的虚增收入，需要确定的只是这些行为是虚构收入、盈余操纵，还是故意错误地进行成本资本化。即使是银行机构在为该笔罪恶的债券发行业务进行审慎性审查时，他们也还在不停地伪造收入。事实上，就在银行机构审慎性审查团队进驻世通公司的同时，他们已把将近8亿美元的营业费用错误地计到了资本支出费用项目之中。

在世通公司申请破产以后，愤怒的债券持有者，包括纽约州共同退休基金(New York State Common Retirement Fund)、佛罗里达州顾问委员会(Florida State Board of Advisors)、阿拉斯加州(State of Alaska)、加州公务员养老基金等极具影响力的机构投资者向债券承销商提起了诉讼。他们指控银行机构没有履行审慎性审查责任，并在债券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售中存在欺诈行为，因为银行没有揭示世通公司的财务"黑洞"以警示投资者。他们认为，只要投资银行家在审慎性审查中稍微谨慎小心一点，就可以揭露这些"黑洞"。同时，他们指控银行为了获取世通公司潜在的承销业务而向世通公司的高级管理人员优先派发首次公开发行股票，但银行机构在债券发行说明书中没有披露这些事实，而且，银行机构在债券发行路演过程中误导了投资者，曾声称世通公司奉行保守的财务政策，信用等级处于"A"级水平。阿拉斯加州在诉状中写道："我们希望能恢复阿拉斯加州基金的资本，并向华尔街发送一个明确的信号，如果他们为了追求利润而舍弃诚信，那么他们必须承担责任。"[13] 实力雄厚的加州公务员养老基金作出了同样的表态："我们所关心的是挽回我们的一些损失，但同时我们也要向所有的承销商表明一个态度，他们在债券发行说明书中签上自己的名字前，必须进行彻底的审查，如果我们不能信任承销商的审慎性审查，那我们又如何去购买债券，这是关系重建投资者信心的重大问题。"[14] 加州公务员养老基金等大型债券投资机构已经在有关银行机构治理结构和受信托人责任的诉讼中取得了不少成功，如果他们的言辞都如此激烈，银行机构还是小心为妙。

花旗和 J. P. 摩根自然会声称他们不应该承担责任。他们认为，他们在行使发行前的审慎性审查时，所依赖的是世通公司 2000 年的数据，不可能预见世通的欺诈行径(这些欺诈行为当时还有一年半的生命周期)。J. P. 摩根的官员声称："标准的审慎性审查程序"不可能发现世通公司的欺诈行为(无论他们使用了何种标准的审慎性审查；谁又知道标准是什么？或许他们是说，如果想要得到高水平的审慎性审查服务，就得签约使用"上等的审慎性审查")。那么，审慎性审查又有什么意义呢？为什么还要在证券发行前花费大量的时间、资金和精力去审查一个企业？难道审慎性审查的目的不就是要彻底地调查清楚企业的情况，确认企业的实际情况或揭露企业存在的问题吗？难道 110 亿美元债券(将全部由机构和个人投资者认购)的发行规模还不够大，以至于银行不值得花更多的时间和精力去挖掘企业的信息？最终，花旗不得不向全体债券持有者补偿 14.5 亿美元(此外，由于存在前文提及的研究分析的利益冲突问题，投资者在购买花旗所承销的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票过程中蒙受了损失，花旗也因此被迫向投资者偿付了12亿美元)。

* * * * * *

把客户资产置于危险境地

华尔街最为重要的职责之一就是要捍卫机构和个人客户的资产，并遵照客户的指示行事。他们应该使客户的资产得到严密的保护(在电子交易时代尤其应该如此)，并确保资产得到正确的价值评估，定期监控，而且能够由客户自由地处置；他们也应该确保证券的买入或卖出的操作完全按照客户的指令行事，既不多也不少。客户需要对自己辛苦赚来的资产的安全性，以及自身账户的交易活动完全放心。这就是：信任和信心！

但不幸的是，华尔街在处理客户账户事宜时经常出错。有时候客户的资产被弄丢了，一时间不翼而飞，当客户查看自己账户的时候，发现自己的1 000股通用汽车的股票或者10 000美元国债不复存在，甚至整个账户都被掏空了。有时候，账户中甚至还会出现错误或者未经授权的交易记录。比如客户的指示是卖出巴西债券，而经纪人却买入更多；客户要求买入10 000 IBM的看涨期权，而经纪人却卖出10 000 IBM看跌期权；或者，客户没有授权交易的托管账户中，客户未曾说过要进行任何交易，而经纪人却为其以抵押金的形式买入了5万股亚马逊公司的股票，抵押金来源于卖出甲骨文公司(Oracle)的看跌期权所收到的资金，而该期权也根本没有采取对冲措施，以至于账户中上个月还余有100万美元，因为经纪人自作主张所形成的投资组合的价格全线下跌，本月却只剩下了50万美元；或者，原本相当于1亿美元的信用等级为BB级的抵押贷款债券(CLO)，没有特别的理由，就以8 500万美元的价格准备出售。

究竟是什么原因导致了这些问题呢？华尔街怎能对客户的资产，以及客户账户中所发生的交易毫不知情？怎能出现如此糟糕的交易？怎能错误地评估客户所持有的仓位？怎能不落实对客户账户和资产的监控？又怎能把客户的资产置于危险的境地呢？

一般而言，所有这些问题都可以归咎于操作错误或者欺诈，就是这么简单(至少表面看来是如此)。首先探讨操作错误。华尔街的金融机构都是大型的机构，职员甚众，账户繁多，客户群体庞大，各种交易繁杂，也就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说整个交易量非常巨大。而且，华尔街所做的很多事情仍然需要人工操作。每个人的业务分工各不相同，有的人负责审查，有的人负责签收，有的人负责核对，有的人负责传真，有的人负责复印，有的人负责发电子邮件，这就意味着错误注定不可避免。因此，如果错误与业务量成比例，那么肯定会出现很多问题，或者这就是华尔街所称的操作错误风险。采用先进的技术手段无疑可以(从根本上)解决其中的一些问题，但真正的先进技术(比如，完美的解决平台，而非七拼八凑的治标方案)不但非常昂贵，而且实施起来非常费时。"无纸化交易流程"(paperless transaction flow)和"完全直接处理"(Straight-through Processing，STP)等理念仍然还只是理论上的探讨，这就是说，一般只能通过增加更多的控制层级来实现对操作错误的控制(而不是消除)，比如更多的审计核查，更多的对账，以及更多的复核/即时登账，而这些无不意味着更多的人力、物力、时间和更高的成本，整个金融体系的运作效率会大大降低，成本会大大上升。支持人员比率(support-to-producer ratio)是一个衡量华尔街效率的指标，它表示平均每一个直接创造收入的员工需要有多少个员工支持他的工作，这一比率已经从1.1～1.2上升到了1.7～1.8，这显然不是一个好现象，并且，更多的控制层级至今并不能保证解决所有操作错误的问题。然而，错误操作所带来的后果是极其严重的，愤怒的客户自不必说，仅仅为了弥补各种操作漏洞的花费就达数十亿美元，而这些漏洞是一开始就本不应该存在的。据估计，仅在1998～1999年间，华尔街在机构和个人客户账户、内部控制程序方面总计出现了数百亿次操作错误，造成了70亿美元的损失。[15]而且该数据还只是基于公开披露信息的估计，华尔街实际的损失可能数倍于此，因为他们有很多损失都瞒而未报。但无论程度如何，重要的是大量利益受到损害的客户的存在，对华尔街声誉毫无益处；并且，由于银行机构没有严谨地管理自己的业务，由此引起的损失最终都得由他们的投资者承担，而这无疑会使银行的投资者感到恼怒。

如果客户由于遭遇欺诈行为而蒙受损失，那么事情就更为糟糕。如果经纪人决定肆意按自己的意愿处置客户的账户，这种情况就有可能发生。大多数情况下，经纪人之所以这样做无非是想获得更多交易佣金，以赚取更高的薪酬(或侵占客户的资产以慰藉自己的晚年)。虽然他们希望如何能长期成功地逃脱处罚仍然不甚清楚，但肯定有人试图逃脱。一些不道德的经纪人通过操纵内部系统，绕过内部控制程序和监察人员，得到客户账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户的控制权，再通过虚假交易，使客户账户表面上显得完全正常；甚至他们肆意利用客户的账户，并以牺牲客户利益为代价而使自己享受奢华生活时，客户们仍然毫不知情。虽然银行机构内部的监察检查应该能够防止这些欺诈行为发生，但欺诈行径仍在发生。

* * * * * *

锅炉房式经纪机构

投机商号(Bucket Shops 指利用客户资金从事投机套利交易的经纪机构——译者注)和锅炉房式经纪机构(Boiler Room 指雇佣经纪人通过电话等方式，采用欺骗手段向不知情的投资者推销垃圾证券或虚假证券的经纪机构——译者注)反映了华尔街的污浊。那些带有欺骗性质的证券推销方式本不应该存在，因为在绝大多数情况下，它们存在的惟一目的就是窃取那些毫无戒备心的个人客户的资产。尽管监管机构常常警告人们不要与那些推销手法极其激进的经纪人进行交易，但还是有不计其数的投资者与这些阴暗的经纪机构进行交易，并频频有人因此蒙受经济损失；据北美证券管理协会(North American Security Administration Association)估计，锅炉房式推销机构导致的投资者损失高达数十亿美元。大致而言，普通小投资者愿意相信他们的经纪人，而这就是说他们易于上当，很容易拱手交出自己的资产，并最终以蒙受损失而告终。而且，即使这些锅炉房式的经纪机构的推销手段合乎法律，他们所从事的也可能是高风险性的交易，比如极不稳定的有限责任合伙项目，以及几乎没有什么交易量的资本额很小的公司(microcap)的股票[过去，他们常常从事低价(penny)股票的交易，但后来监管机构加强了对这些股票交易规则的监管，他们就打起了价格更低的股票的主意，开始了资本额很小的公司的股票交易]。近几年出现的一些耳熟能详的、声名狼藉的投机商号包括：希巴德·布朗(Hibbard and Brown)、第一泽西(First Jersey)、斯珏腾·欧柯蒙特(Stratton Oakmont)、斯特林·福斯特(Sterling Foster)和 A. R. 伯龙(A. R. Baron)，很多投资者如今是多么希望当初如果没有和他们交易就好了。

锅炉房式的经纪机构经营所需的净资产极少，而且它们根本没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么固定资产和硬件设施。令人遗憾的是，要获得一张经纪商执照并不难，只要有少量资本，几个适合的人（他们当时没有被勒令不得从事证券业务），几份书面材料和少许申请费用就足够了。锅炉房式经纪机构一般都有大批的极具侵略性的推销人员：他们都是电话推销员，拼命地向普通小投资者推销业务，试图说服他们购买极具投机性的投资产品（常常违反我们曾在第五章提到过的与电话推销相关的法规）。虽然绝大多数的电话推销不会成功，但总有客户会上当，会给予他们一些业务，并且，一段时间以后还会有别的易于上当的客户继续上钩，使他们的推销能得以延续。很多锅炉房式的经纪机构都曾因为滥用销售手段、违犯监管/证券许可制度，以及欺诈而受到谴责；然而，即使他们的行径被揭露，普通投资者的损失一般也很少能得到补偿，因为这些机构本身根本就没有什么资本，即使有少量资金，也仅够支付他们一个月的账单。结果，主要当事人只是受到轻微的处罚，支付微不足道的罚金，勒令几个月内不得从事金融业务；几个月一过，他们又从头再来，在其他地方再次成立一个新的机构，又有不知多少没有戒备心的投资者将受到欺诈。

一般而言，在这些欺骗性推销行动中蒙受损失的主要是个人投资者，但有时候，一些大型机构客户也会上当受骗。譬如，贝尔斯登对于小型经纪/交易商而言，是一个大型的清算机构（clearer），它代表经纪机构清偿各种交易。20 世纪 90 年代，贝尔斯登为斯特林（Sterling）和伯龙（Baron）（这两家机构在 90 年代末期破产了）等经纪机构进行了大量的清偿业务。不幸的是，贝尔斯登在为这些经纪机构进行清偿时涉嫌故意欺诈，遭到了监管机构的罚款处罚，并被勒令暂停从事证券业务。事后表明，伯龙对贝尔斯登造成的损失特别巨大，因为伯龙从客户账户中窃走了数千万美元资金，客户们异常愤怒，决定起诉贝尔斯登，指控贝尔斯登作为清算机构，他们本应该察觉到伯龙的行为。贝尔斯登最终承认了客户们的指控，并被迫支付3 800万美元建立一个投资补偿基金以结束诉讼。因此，个人客户（以及清算机构）应该要铭记，与那些隐藏在地下室的经纪机构进行交易具有一定的危险性。

* * * * * *

当然，所有这一切都不是什么新鲜事。早在 1938 年，理查德·惠特尼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Richard Whitney)，一位华尔街声名显赫的人物，曾任惠特尼经纪公司(R. Whitney and Co. Brokerage，该公司是J. P. 摩根的交易所场内经纪商)总裁，以及纽约证券交易所总裁，却掠夺客户账户的资产，包括纽约游艇俱乐部，甚至纽约证券交易所的捐赠基金。欺诈丑闻影响巨大，直接导致了惠特尼经纪公司的破产，并且促使美国证券交易委员会推出新的监管法规以保护客户的资产。就是在最近几年，美林在拉斯维加斯(Las Vegas)、比佛利山庄(Beverly Hills)，以及新加坡等地的分支机构的经纪人进行场内交易，窃取了客户数千万美元的资金；雷曼和S. G. 柯闻(S. G. Cowen)也存在道德败坏的经纪人，在15年间侵吞了客户1.15亿美元资金。瑞士联合银行也因为没有履行好监管职责，使得其手下的经纪人在4年间非法掠夺了客户数千万美元的资金，而不得不面临美国证券交易委员会的指控。不为客户所知的是，瑞士联合银行的经纪人非法地以他们的资金为保证金投资于小型的、高风险的金色股票(gold stock)，以从这些企业获取回扣；瑞士联合银行的管理者们没有监管好自己的经纪人的行为，那些金色企业(gold company)最终破产倒闭，客户们的资金随之灰飞烟灭，瑞士联合银行也因此使自己狼狈不堪(瑞士联合银行被迫承担了客户的全部损失，并向证券交易委员会支付罚金，付出了大笔的资金)，经纪人也因此锒铛入狱。显然，类似的违法行为还有很多，但手法大同小异，无须赘述。不言而喻，如果经纪人根本不按照客户的指示进行交易，或者窃取客户账户的资产，银行机构将被迫承担责任，并偿付客户损失。因此，如果银行机构内部控制松散，不对经纪人进行严密的监控，没有执行有效的审核和制衡措施，都可能导致客户蒙受损失，而这些损失最终还得由银行的投资者们来承受。

* * * * * *

哎呀！……不道德的经纪人

雷曼如今必定还在懊悔他们在1990年中期并入柯闻公司[Cowen，现在从属于法国兴业银行集团(Societe Generale)，简称SG柯闻]的部分业务部门，因为作为交易的一部分，他们得到了经纪人弗兰克·古塔瑞拉(Frank Gruttadauria)；在柯闻公司方面，他们肯定也后悔当初雇佣了古塔瑞拉，因为他们为这位经纪人付出了高昂的代价。从20世纪80年代起的15年的时间里，古塔瑞拉绞尽脑汁欺诈他的个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人客户，整整侵吞了客户们辛辛苦苦赚得的1.15亿美元资金。那么，古塔瑞拉到底是如何操作的呢？无非是伪造客户账单，向客户撒谎，滥用客户资金，欺诈和偷窃。他常常告诉他的客户，他完全依据他们的指示买入或卖出了证券，实际上却根本就没有这样做，而是篡改客户的账单以掩饰自己的不法行为。然后，他挪用客户的资金，把寄给客户的实际账单改寄到自己所控制的邮政信箱，而把伪造的账单寄给客户（银行的监察部门本应该能防止这种操纵行为），伪造的账单总是夸大账户余额，虚报证券价格，甚至还有根本不存在的证券资产。

事情的结局也相当离奇。当有一天古塔瑞拉没有来到银行上班时，雷曼的管理人员并没有怎么担心，但随后整整一个月，古塔瑞拉都没有出现，他们才担心出了乱子。然而，他们此时还是没有发觉古塔瑞拉所管理的账户存在任何问题或异常。实际上，尽管他们有如此多的内部控制和监督措施，但他们一点也没有察觉到古塔瑞拉的任何欺诈行为，最终还是古塔瑞拉自己主动终止并揭示了自己的欺诈行径。当他发现自己不可能再继续自己的欺诈伎俩时，他写信向公司管理层和监管机构忏悔了自己的欺诈行为，并且向美国联邦调查局投案自首。当雷曼和柯闻的管理层得知他的全部欺诈行为时，他们都显得非常“震惊和不安”。按照纽约证券交易所的说法，他们原本根本不必如此震惊、如此不安，因为早在1994年，该交易所就查实柯闻的分支机构存在违背经纪人监控法规的行为，但他们一直没有采取任何措施整改这些问题。古塔瑞拉既是经纪人，又是营业部经理，营业部的监察部经理也属于他直接管辖，明显违背了监察机构独立性和一体化原则，问题的发生几乎不可避免。雷曼和柯闻因为监管不力（监察力度不够，审计和内部控制不规范，体制不健全，客户信函处理程序不完善，账户保障和报告体系存在缺陷）而遭到了美国证券交易委员会的谴责。从根本上来说，监督自己的员工，防止他们出现任何有损于客户资产的行为，是所有依法经营的经纪机构的责任。显然，这两家机构并没有承担起应有的责任。美国证券交易委员会和纽约证券交易所向他们开出了750万美元的罚单，理由是他们没有监察并及时制止一起“证券行业极其恶劣的典型的行为不正当事件”。古塔瑞拉承认了偷窃证券、操纵客户账户和欺诈等罪行，并被判入狱4年多。那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损失了大笔资金的客户们怎么样呢？大部分人获得了全额赔偿，但也有一些人并没有就此罢休，他们还希望雷曼和柯闻的管理层能够给予他们更加满意的答复。

* * * * * *

所有这些问题都给客户造成了伤害，因为他们必须花时间、金钱和精力去解决这些问题。如果某客户发现自己账户的证券丢失了一半，试图要找回这些丢失的证券，他们可能不得不使尽各种手段，在华尔街庞大而复杂的体系中反复盘点。经纪人和机构销售人员本应该为客户做这些工作，但他们很可能把这些事情转交给下面的业务助理，就撒手不管了，而这些业务助理们自己还有其他很多事情需要处理，或许要等上一两个月才能够着手处理客户的事情。大量的时间和精力被浪费了。而且，如果问题的性质更加严重，比如对交易本身和交易的价值存在争议，整个过程就会持续更长，甚至根本看不到解决的希望，最后只有依靠仲裁来解决。

* * * * * *

变化越多……

违背信托责任、不履行受信托人职责，以及不适当地处理客户的业务等不正当行径，并非是最近才出现的新鲜事儿。市场在不断变化，新的产品和新的市场参与者不断涌现，银行家也换了一茬又一茬，但华尔街的很多问题依然如故。大家都在说要彻底整治华尔街，弥补存在的问题，更加严密地监控投资银行人员、交易人员、销售人员和内部控制人员的行为。但最终，变化越多，不正当行为反而更加猖獗。翻开华尔街的历史，掸去上面的尘埃，看一看华尔街在这些年都发生了什么，是一件非常有趣的事情。历史上记载的内容与出席千年会议的领导人在CNBC和《华尔街日报》上说的内容惊人的相似。当我们看到这些观点时，必须知道它们已经存在三四十年了。

“我在大通银行特别关注的一个方面就是道德规范问题，现在我很担心，因为金融行业如今的表现不很令人满意。最近刮起的并购风潮所涉及的交易金额巨大，无疑为金融部门赚取了不菲的佣金，但这也造成了一种令人不快的气氛，有些金融机构简直就是疯狂猎食的大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鲨鱼。”[16]

——D. 洛克菲勒(D. Rockefeller)，前大通曼哈顿银行董事会主席

“(华尔街)从来就不是由一群追求诚信、富有责任感的人在经营管理。如果华尔街有一天衰败了，那么肯定是因为没有重视诚信等方面的问题……那些大型机构的负责人应该要多花些时间，好好思考如何保证金融体系免受少数‘坏苹果’的损害……我怀疑，这些领导者们是否做了足够的工作。”[17]

——J. 怀特海德(J. Whitehead)，前高盛高级合伙人

“现在监管中所面临的问题是如何处理大量存在的道德败坏行为。人们很容易受到金钱的诱惑，而金融系统中的金钱诱惑更甚，金融机构中普遍存在的心态是：‘先获取业务，由此引发的事情以后再说’。”[18]

——J. 菲南(J. Phelan)，纽约证券交易所前主席兼首席执行官

“过去，人们举止优良，遵循公认的行为准则，但如今，这一切似乎已经不复存在。当然，我们曾经也急切地渴望赚取金钱，但如今很多赚取金钱的方式是不可原谅的，比如绿票讹诈计划(greenmail)、毒丸计划(Poison Pill)、金降落伞计划(Golden Parachute)，更不要说内部交易了。有些朋友告诉我，他们的下属机构如今就像制造企业，他们不断地制造和销售各种新产品，而且很多销售人员甚至不知道他们所销售的东西为何物。”[19]

——J. 罗布(J. Loeb)，前罗布·罗德斯(Loeb Rhoades)高级合伙人

“现在，尤其是在年轻人当中，存在一种危险的倾向，认为银行业务就是快速赚取大钱的手段，就是推销任何看似时髦的金融产品。”[20]

——W. 顾斯(W. Guth)，前德意志银行董事会主席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"现在是一个非赢即输的时代。更具讽刺意味的是，在很多情况下，人们在赢的同时就知道，两年以后他们将因此遭受损失，因为他们知道他们在以不切实际的价格赢得不适当的业务。"[21]

——F. 罗哈廷(F. Rohatyn)，前拉扎德·弗瑞斯(Lazard Freres)合伙人

这些言论所表达的意思是什么？就是上文所提及的不正当行为在过去的30多年中一直存在。华尔街的高级领导者们已经多次认识到了这些问题，只是并没有采取什么措施加以解决。实际上，他们甚至已经使问题变得更加严重，问题所涉及的范围更广了，资金额度更大了，诱惑也更加强烈了。不正当行为一直存在，未来还会继续反复出现，它们会摧毁外部利益相关方对华尔街的信任。

* * * * * *

每一次违背信托责任、每一次内部或监管调查、每一次客户投诉，都会有一家，甚至数家银行被指控违犯了相关法规。那么，不禁要问，为什么银行还非得让人们提醒，他们应该要遵规守矩、恪尽职守、诚信正直、举止得当，并悉心照料客户资产呢？年幼无知的小孩必须要人提醒他们要遵纪守法、举止文雅、不撒谎、不偷窃、不欺骗别人，因为他们尚不谙世事，难道那些享受高薪的银行机构的高级管理人员也非得有人提醒吗？

注释

1. G. Zuckerman, "Gutfreund King of the Street Returns to Less Exalted Post," *Wall Street Journal*, November 14, 2001.
2. T. Lauricella, "For Staid Mutual Fund Industry, Growing Probe Signals Shakeup," *Wall Street Journal*, October 1, 2003.
3. SEC v. Merrill Lynch 2003 filing.
4. P. Beckett, "Banks Raise Pressure to Get Loans," *Wall Street Journal*, March 19, 2003.
5. G. Farrell, "UBS Analyst Quits," *USA Today*, July 3, 2003.
6. SEC v. CSFB, 2002.
7. From proceedings of Merril Lynch Annual General Meeting 2003.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8. Goldman Sachs 2002 Annual Report.

9. Citicorp 2002 Annual Report.

10. G. Crecsi, "Spitzer Sternly Rebukes ML CEO O'Neal," *Forbes*, April 2003.

11. PBS Frontline, "The Wall Street Fix," 2003.

12. P. Sellers, "The Trials of John Mack," *Fortune*, July 2003.

13. Alaska, *Journal of Commerce*, May 5, 2003.

14. M. Goldstein, "CalPERS Sues WorldCom Bond Underwriters," *The Street*, July 16, 2003.

15. PricewaterhouseCoopers, "Operational Risk" (New York: PwC, 2001).

16. Institutional Investor, ed., *The Way It Was* (New York: Institutional Investor, 1988), p. 75.

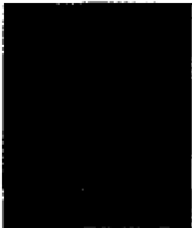
17. 同上，p. 43。

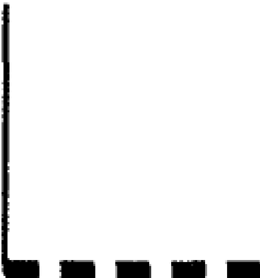
18. 同上，p. 311。

19. 同上，p. 473。

20. 同上，p. 583。

21. 同上，p. 175。





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 糟糕的风险管理

本书开篇就曾经提到，承受和管理风险是华尔街的主要业务之一，这是他们的工作之所在，也是他们维持生计之道。通用汽车生产汽车，通用电气生产灯泡和飞机引擎，诺基亚生产电话，摩根斯坦利、高盛、J. P. 摩根，以及其他一些银行机构则生产容聚风险的能力。它们通过在不同的资产和市场间进行交易，以及提供贷款来形成容聚风险的能力。当然，不同类型的银行机构有不同应对风险的方式。有些银行机构是大型的风险承担者，它们抓住每一个机会在各个领域承受风险（这意味着，有时候他们会因为过多承受了风险而遭受失败），在市场中，他们是风险的主要承担者或做市商，不断地从一个客户那里买入风险头寸，又卖给其他的客户，直到风险头寸平衡为止，并由此赚取利润或者承受损失。他们也直接承担风险，他们有业务精湛的专业自营业务团队，利用股东提供的资本（因为这是银行机构能够完全控制的资金），依据市场状况，提出精妙的风险承受方案以赚取利润。高盛、花旗、J. P. 摩根、摩根斯坦利、雷曼、德意志银行、瑞士联合银行等，就属于这一类型的银行机构。还有另外一种类型银行机构，他们也进行风险投机业务，但一般只承担客户主动要求进行交易的风险。因此，他们也相当于做市商，承担与客户交易所产生的未能对冲的风险，但他们并不一定拥有业务精湛的专业自营业务人员，而且通常不会在风险承受与管理业务领域投入大量的资金。美林、瑞士信贷第一波士顿等就属于此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种类型银行机构。还有一种类型的银行机构，他们承担着少量的风险，但一般不愿主动承担风险。他们更愿意从事一般的金融业务，不鼓励参与、尽可能少参与或完全不参与自营的风险业务。很多小型的银行机构或业务范围较窄的金融机构就属于此种类型，譬如 A. G. 爱德华兹（A. G. Edward）、嘉信理财（Schwab）、拉扎德（Lazard）就是专注于机构客户的并购业务或零售金融业务，而非风险承受的金融机构。在借贷和信用风险业务领域，同样可以把银行机构分成三种类型。有些银行是大型借贷和信用风险承受机构，而有些银行则更加谨慎，希望只是承担适度的借贷和信用风险。因此，在华尔街金融机构内部，也存在不同的风险等级，一般而言，那些承受着更高风险的银行机构更容易出问题。

为什么要承担风险

银行经营中最为重要的业务都建立在风险承受的基础上。因此，一般而言，如果银行机构要想扩展自己的业务，就必须承受一定程度的风险。那些小型的银行机构或业务范围较窄的专业性金融机构，如果完全只从事咨询业务（收取手续费）或其他无风险的业务（比如信托业务、托管业务和资产管理业务），一旦业务量逐渐萎缩，业务收入的绝对量就会随之减少，并会带来一系列问题。当然，银行机构之所以愿意承受风险，还有其他更多的原因，例如，有些银行为了赢得业务而承担风险，还有一些银行为了收入多元化（至少理论上如此）而愿意承受风险。

在华尔街这个竞争极为激烈的环境中，甘愿以自身的资本承担风险为代价，为客户提前提供资本是赢得业务的一种方式。通过买断客户的原始债权或股权，在客户获得辛迪加银团全部放款前提供贷款，在资本市场融资以前提供过桥贷款，在未曾获得可靠的对冲措施以前承担客户的衍生证券交易，以及在客户资产证券化以前为客户搭建债券抵押凭证（CBO）、抵押贷款债券（CLO）或担保抵押债券（CMO）融资通道，银行机构就可以利用自己的资源为客户完成业务。那些试图挤入（或保持）顶级金融机构之列的银行，将不得不投入更多的资本去承受风险，甚至不得不超出自己理想的水平，而这是非常危险的，那些风险承受能力较弱的机构肯定不适合承担如此高的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为一项多样化战略，那些试图避免由于银行业务收入减少、信贷业务不景气，或零售佣金收入不足等带来的影响的银行机构，有时候会自己从事风险承受业务，希望他们能做出正确的决策。如果银行机构连续好几个季度都不得不完全依靠自营业务来维持公司的运转，那一定是件很让人头痛的事情，除非它还能获得其他的一些业务。一个拥有上万员工的金融机构，可能仅仅依靠 10 到 15 个精明的交易员所组成的人才团队，每个季度所赚取的数亿美元的收入，来维持自身的日常开支。若是他们出现了错误会怎么样？如果利率有可能下调 25 个基点，其出现的概率是 50%，但他们所下的赌注将使公司的资本损失惨重，结果会怎么样？如果他们未能觉察到某负债过高的新兴国家的债务危机即将爆发，结果会如何？如果他们错误地确定了某些极其复杂的衍生证券或大宗交易的价格，结果又会怎么样？所有这些情况都可能给他们带来严重的问题。但如果银行机构的经营环境不甚景气，业务量很少，并且他们已经尽可能地缩减了多余的开支，那么转而开展一些自营业务也是一种不得已而为之的选择之一。但在这种情况下，银行机构经营的不确定性就非常之大，因此，那些严重依赖于自营业务的银行机构一旦为人们所知，他们的股票价格出现暴跌的情况就并不奇怪，因为投资者不喜欢持有完全依赖于某项业务的银行机构的股票，他们会抛售所持有的股票(这也是一些银行不愿意披露他们自营的风险承受业务到底有多大，以及赚取了多少利润或遭受了多大损失的原因，他们更愿意与其他业务一起披露损益情况，以使事情看起来更加正常)。事实上，如果其他业务不甚景气，银行转而开始经营自营业务的现象时有发生，20 世纪 80 年代末期、1992～1993 年，以及新千年初期，都曾出现过。在 TMT 泡沫破灭后的一段时间里，那时华尔街几乎没有业务可言(譬如，全球的并购业务在 2000～2003 年间下降了 70%，首次公开发行股票业务减少了 90%)，许多银行又重新开始自己经营风险性业务，只是由于不同的银行所期望塑造的形象不同，有的以高姿态进入，而有的则低调进入(那些喜欢坦荡行事的银行机构把自己的行动称之为收入多样化战略，而那些更喜欢秘密地行动的银行机构则保持沉默)。包括瑞士信贷第一波士顿、瑞士联合银行、德意志银行、里昂信贷银行、美林、雷曼等在内的很多银行机构为此增加了人力和资本；斯坦利特别组建了一个专门从事自营固定收益业务的团队；高盛在伦敦低调地成立了一个从事跨市场交易的部门(只是“高盛”、“自营业务”，以及“低调”三者其实并不可能同时出现)；花旗曾在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1998 年关闭了前所罗门留下的从事套利业务的部门，也在货币、股票和债券市场迅速开展了自营业务。J. P. 摩根多年来一直在断断续续开展自营交易业务，在 2003 年又重新开始进行自营业务（虽然该机构在安然、TMT 贷款，以及阿根廷的业务中发生了巨额信贷损失，为安抚投资者而在 2001 年停止了很多自营交易业务）；美林，虽然以前人们并不知晓它也是一个精于自营交易业务的大型机构，曾在 1995 年创立了一个跨市场交易部门，并在 1997 年因为损失了部分资金而一度关闭，又在 2002 年有选择地继续开展了部分自营业务。当然，要清楚地知道银行到底在从事何种业务是非常困难的，因此，对投资者而言，一条基本的判别准则就是，只要银行的其他业务在逐步萎缩，而成本却仍然显得很平稳，那么就可以认为银行的风险水平在上升；投资者必须时刻警惕，因为银行机构可能又在进行投机业务。（尽管大多数的银行曾都宣称，他们不会进行投机，但在 1987 年证券市场崩溃、1990 年垃圾债券市场混乱、1994 年美联储连续升息、1998 年金融危机发生时，他们也是这样说的；不幸的是，记忆总是短暂的。）

为什么风险承受业务是如此危险？因为掌控好所有的变动因素是很困难的，而且导致损失发生的途径很多。实际上，风险承受业务已经超出了主街（Main Street）的理解（他们甚至不可能理解），因为用来掩饰损失的方式也有很多（除非损失很大，银行机构不得不承认所有损失，或者承认部分损失，而实际的损失却可能是季度财务报表中所披露的 2 倍，甚至 3 倍）。如果银行机构承担过多的信用风险、市场风险，或流动性风险，如果他们的长期股权投资出现了问题，或与不良客户建立了过于密切的业务关系时，问题就有可能发生。如果银行机构不能度量他们所承受的风险或把风险控制在可以掌控的范围内，问题也可能突然爆发。尽管银行机构在风险业务中能赚得不少利润，但很多时候，他们也遭受惨重的损失。而且，一般而言，一旦银行机构在信用风险和市场风险承受方面经营得非常成功以后，就开始变得草率和贪婪，并因此遭受重大损失。每一次金融市场混乱（例如，1990～1991 年，1994 年，1997 年，1998 年，2001 年）无不反映了华尔街可能犯下多么严重的错误。但这是一种轮回，未来必定还会以更高的频率重蹈覆辙，因为华尔街没有从自身惨痛的历史中吸取教训。

在更加深入地探讨风险承受业务之前，有必要再次阐述一下第五章曾表述过的观点：尽管风险有时候被认为是万恶之源，但它本身并不是什么坏东西。人们之所以如此厌恶风险，或许是因为风险在他们面前所呈现出



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来的完全是各种问题或损失。而且，也只有在有人遭受了严重损失的情况下(譬如，有些孤寡投资者受到了损害)，他们才能体会在媒体中听闻到衍生证券或高财务杠杆的风险性，而这些在其他大部分顺风顺水的时间里，人们一般不会懂得。其实银行机构承受风险有着很重要的功能，而且风险可以使得某些人赚取利润。孤寡投资者之所以常常能够免受风险的侵害，也是因为有人愿意为他们承受风险。很多风险承受机构，诸如银行机构、保险公司等等就相当于人们的贴身保镖，在必要的时候，能够随时为别人遮挡子弹(并且在一切都运转正常的情况下，获取报酬)。

因此，只要风险能够被恰当地理解、定价和控制，它本身并没有危害。首先，风险必须被正确地理解。如果有人打算驾驶运动型多功能车(SUV)开始旅行，首先就必须明确地知道怎样驾驶运动型多功能车，打算要去哪里，这是显而易见的道理。银行机构也是一样，如果他们想要承受风险，就必须知道它能够承受多大程度的风险(能够承担多大的损失)，以及它应该承担的风险类型。其次，风险不能被定价过低和过高。通用汽车不可能以25 000美元的价格出售一辆价值50 000美元的运动型多功能车，同样，银行也不应该以 250 万美元的价格出售价值 500 万美元的风险。如果通用汽车为他的运动型多功能车型轿车定价过低，那么，不久它就将会陷入困境，银行也是如此；当然，如果他们定价太高，他们就会被挤出市场，丧失业务。因此，需要恰如其分地确定价格。第三，风险应该被很好地控制。如果时速仅为 20 英里，驾驶员没有很好地控制运动型多功能车，那么很可能出现小的交通事故；当时速为 100 英里，而没有很好地驾驶，那么就很有可能掉进悬崖。无论哪种情况出现，都不是一件令人高兴的事情，而且，事故之所以发生，是因为驾驶员未能把运动型多功能车保持在自己的可控制范围内。承受金融风险的时候也是一样，如果银行机构不能很好地控制它的抵押债券、新兴市场贷款组合，或远期新异衍生证券交易，那么它最终将遭受严重的损失。

没有正确理解风险

如果银行机构没有很好地理解风险，它最终将走向错误的道路，甚至只有遭受到一些挫折才有可能再次回到正确的道路。错误地理解风险的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表现形式多种多样。例如，交易(或创造)风险远高于一般人所能想像的产品；把银行的资本投资于那些太不可预测或自己还没有完全理解的产品。与客户建立起太过于紧密的关系，或者与客户的关系过于复杂，以至于对客户关系无法适当地理解和管理。接下来分别探讨这几种情形。

交易和创造高风险产品

银行机构所交易的产品大部分是风险性相对较小的产品，比如政府债券、货币性产品和股票等。当然，这并不是说，从事这些产品的交易就不会发生损失，而只是说它们所造成的损失的严重程度通常是可以量化的，而且市场有足够的流动性，任何人都可以在必要的时候退出市场，因为即使简单、透明，而且变化有规可循的风险性产品也可能具有异常锋利的刀刃。然而，银行同时也会从事一些风险很高的产品的交易，这些产品或金融工具可能受到多重不利因素影响，因而很难确定所承受的风险到底有多大，承受风险所带来的盈余有可能无法弥补潜在的损失，比如一些时限较长的新异衍生证券产品、新兴市场的资产、垃圾债券、过桥贷款、抵押或担保剩余资产、大宗交易等等。即使从表面看来，银行机构已经开始从这些业务中赚了大量的利润，也仍然值得小心观测他们以后的表现，因为一旦情形发生相反的变化(而且最终大多如此)，就会造成严重的后果。甚至专业人士也并不见得总是很专业，因为高风险的产品往往波动性很强，而且缺乏流动性，往往难以理解和评估，若是同时具有很高的波动性和很低的流动性，那很可能产生严重的亏损。这种情况经常发生，因为银行对自己的定价能力、对冲或转移特殊事项风险方面过于自信，或者没有充分地估计到他们所承受的风险在不利的情况下会造成的损失。又譬如，如果市场向他们所预想的相反方向发展，或自己给自己造成了不利的市场条件(譬如，在短时间内交易出去过多的流动性资产，以至于没有流动性资产可用)，所有这些情况都可能导致错误的定价。譬如，花旗在 20 世纪 50 年代末期的商业地产贷款中损失惨重，因为当时他们一心想成为所有大型商业地产开发商最主要的借贷银行，并且没有遵守适当的风险控制程序；他们非常草率地借贷，所借贷出去的 130 亿美元的商业地产贷款中，有 43%的款项最终没有收回，这几乎把自己推向了破产的边缘。所罗门和 J. P. 摩根这两家老练的大型风险承受机构，在 1992 年和 1993 年的住房抵押贷款证券交易中损失惨重(分别损失了 2.5 亿和 3 亿美元)，因为他们错误地判断了市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

状况，从而错误地确定了证券的价格，并采取了错误的对冲措施；瑞士信贷第一波士顿在2003年也犯了同样的错误，总计损失了1亿美元。第一银行(Bank One，如今已并入J. P. 摩根)作为衍生证券市场极为活跃的参与者，曾在1993年的利率掉期和期权交易中损失了3.18亿美元，因为他们错误地评估了自己所持有的仓位的价值，实际承受的风险要远高于自己的预想。基德·皮博(Kidder Peabody)的崩溃虽然部分要归咎于中了交易员乔·杰特(Joe Jett)的阴谋，但根本的原因在于其对担保抵押债券市场的过度投资。在20世纪80年代和90年代初期，基德·皮博发行了大量的极其新异的担保抵押债券，他们所掌控的担保抵押债券占据着所有新发行担保抵押债券总额的1/3，并大量参与了二级市场的交易，日常持有的担保抵押债券证券超过100亿美元(多亏母公司通用电气财力雄厚)。随着1994年利率开始上升，阿斯肯(Askin)住房抵押基金的破产(基德·皮博曾大量借贷资金给该基金)，严重影响了基德·皮博所持有的巨额新异担保抵押债券的价值，积聚的风险顿时爆发，使基德·皮博的担保抵押债券账户损失惨重。通用电气最终决定放弃基德·皮博，他们为基德·皮博引入了新的管理团队以停止担保抵押债券业务，并把基德·皮博的分支机构出售给了佩恩·韦博(Paine Webber)以退出银行业。瑞士联合银行曾是股票衍生证券交易市场极具影响的大型机构，在1997年损失了4.2亿美元，因为他们错误地评估了大量可转换债券和欧洲长期股票指数的波动性，以及大量地出售超出其资本实力的基于日本银行股票的卖出期权[随着山一证券(Yamaichi securities)的破产而大幅度下跌]。因此，专家们也并非总是正确。

接下来，开始探讨部分华尔街的高风险性金融产品。首先，探讨长期衍生证券交易，这些交易要在20年、30年，甚至更长时间以后才会到期，因而缺乏透明度和流动性，不存在市场价格和有效的风险对冲措施。那么，银行又是如何得知这些证券产品的价值的呢？基于模型定价[Mark-to-model，或许更像是沃伦·巴菲特所说的，基于神话定价(mark-to-myth)。完全有可能如此]。如果某银行认为，30年期的英镑/美元两种货币掉期交易的账面价值为500万美元，因为这是评估模型评估的结果，那么，实际情况可能确实如此，但也有可能根本不是如此。这种交易既不存在交易曲线或参考价格，也不存在什么走势图或指示性信息，因此，它有可能价值500万美元，也有可能价值1亿美元或－500万美元，在掉期交易具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有完全的流动性之前，没有人能够确切地知道其真实的价值，并且，在此之前只能倚靠所谓模型定价来确定价值，而这意味着风险头寸估值及其管理都是建立在一系列假设基础之上的。这对新异衍生证券交易也是如此，例如，某种与日经 225 指数(Nikkei 225)呈反向变动，以欧元银行同业拆借利率(Euribor)设立了触动屏障，并以美元报价的衍生证券的价格的变动，就受多种因素影响，对这样一种衍生证券的定价是非常困难的，需要考虑的风险影响因素很多，譬如 δ、γ、θ、ρ、交叉 δ、相关性、红利、波动率、波动率的波动率、不规则的波动、规则的波动等。除非所有这些指标都能被准确估计，否则，只要其中一项没有考虑到，或者估计错误，就可能在交易到期或交易价值开始明朗时产生令人惊愕的损失。

新兴市场的金融产品交易也可能是高风险的业务。银行机构必须应对主权不确定性和突发事件的风险，这些事件的出现通常具有不可预测性，因而这些金融产品价格的变化，并不像流动性良好的市场的交易商所习惯的那样，具有平滑的价格曲线，它们很可能在瞬间暴跌、贬值或暴涨，银行机构可能几乎没有机会进行清算或再次采取对冲措施。这些事件在过去的几年里发生过很多次，政治经济环境恶化、货币贬值、延期或无法偿付外债等主权突发事件必定会导致大量的信贷和市场风险，给银行机构造成损失(例如，1980 年出现在拉丁美洲，1994 年出现在墨西哥，1997 年出现在韩国、印度尼西亚、泰国，1998 年出现在俄罗斯，1999 年出现在巴西，2000 年出现在阿根廷等一系列主权风险)。新兴市场每一次突发事件的出现，都有很多在这些市场持有大量贷款、债券、货币或衍生证券的银行机构遭受损失。事实上，所有重要的银行机构都曾在这些市场蒙受过重大损失，而且每一次都是损失数亿美元，有时甚至更多。

垃圾债券也属于高风险的证券，他们的价格同样具有暴涨暴跌的特点，并且是典型的流动性低、违约率高的证券，因而，它们同样可能在转瞬之间发生变化，给银行机构造成严重的损失。譬如，1989 年雷曼就曾遭受过重大损失。当时该机构还是美国运通公司下属的子公司，名叫希尔逊·雷曼·哈顿(Shearson Lehman Hutton)，他们觉得此时在垃圾债券市场进行大规模投机的时机已经成熟(后来事实表明，此时正好处于垃圾债券的鼎盛期)，因此，他们向 7 个垃圾债券基金投入了 2.9 亿美元资金，向数个垃圾债券投入了 1.9 亿美元，这些垃圾债券组合当时的平均收益率为 12%，整个投入资金的平均融资成本为 9%，他们希望能博得 3%的收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率，并从利差紧缩中获得资本收益。然而，到1990年初，短期利率却开始上升，德雷克斯(Drexel)随之破产，在监管机构的要求下，储蓄借贷机构大规模地抛售垃圾债券，垃圾债券发行者也开始大规模出现违约(在1990年到1991年间，高达400亿美元、约占整个市值的20%的垃圾债券出现了违约)。雷曼的债券投资大部分出现了亏损，由于垃圾债券在雷曼的资产中占有相当大的比重，他们不得不以1.15亿美元的损失为代价清偿了这些债券，而这些损失最终却还得由美国运通的股东们来承担[短短6个月就制造了24%的亏损，一次多么光辉卓越的投机案例！时任希尔逊·雷曼首席执行官的彼得·科恩(Peter Cohen)因此收到了他的解聘通知书]。据报道，斯坦利也在2000年和2002年的垃圾债券投资中损失惨重，并且，还有其他很多机构也遭遇过类似的损失。

这些年来的事实证明，对很多银行机构而言，过桥贷款是一项代价高昂的业务。过桥贷款在企业获得永久性或准永久性融资之前为企业提供暂时性的资金融通，在企业现有和未来财务状况之间构建一种过渡通道。这种贷款通常是为试图发行垃圾债券的信用等级较差的企业提供过渡性资金，虽然也有严格的合同，但一般并没有保障，需要承担很高的信用违约风险。这就是说这种贷款的风险性非常高，就算发行费用和债券利差极为丰厚，一般也难以弥补违约风险。这些过桥贷款业务在20世纪80年代首先开始流行，当时，企业一般都具有较高的财务杠杆，银行在垃圾债券业务上竞争非常激烈(所有银行机构都想摘得德雷克斯头上的垃圾债券皇冠，而为企业提供过桥贷款就是一种赢得竞争的很好方式)。瑞士信贷第一波士顿、美林、帝杰等银行机构都曾体会到，做好过桥贷款业务是多么的艰难，这三家银行机构为了获得垃圾债券承销业务而损失了数亿美元。第一波士顿受到的损失尤其为甚，在1989年的过桥贷款业务中损失了10亿美元，几乎占据了整个过桥贷款业务的一半，其中一笔给予俄亥俄州麦崔斯(Ohio Mattress)公司的4.75亿美元的过桥贷款(相当于该机构股本的40%)损失非常惨重，第一波士顿被迫由当时的小股东瑞士信贷接手，由此形成了瑞士信贷第一波士顿。受此打击，瑞士信贷第一波士顿等银行一度不再开展过桥贷款业务，但随着新一轮的过桥贷款热潮在20世纪90年代末期再次刮起的时候，他们又重新为企业提供过桥贷款。然而，随着TMT借贷企业在新千年初期相继破产，更多的银行机构又一次由于过桥贷款业务而遭受损失，但这并不奇怪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大宗交易是另一种风险非常高的业务。这里的大宗交易是指银行机构从企业或机构投资者手中购买大宗股票，然后尽可能迅速而低调地在二级市场上卖出。到20世纪60年代末期，事实已经充分表明，银行机构的专业人士并不能很好地处理某些大型机构投资者规模日益增大的交易订单以及企业大规模增发的股票。银行通常以自有资本参与这些业务的争夺，因此，银行必然要在买入股票到售出股票这段时间完全承担股票价格下降的风险，时间可能是几分钟、几小时、几天，甚至(银行决不愿意看到的)更长。如果银行机构越觉得他们难以推销出去这些股票，他们就会要求发行股票的企业(或投资者)给予他们更高的折扣，因此，如果企业希望以100美元每股的价格发行100万股股票(募集1亿美元资金)，而且银行机构认为他们将能很快将股票推销出去，他们就会以99美元每股的价格(总共9 900万美元)从企业买断这些股票，再以100美元每股的价格推销出去，如果他们果真能够推销出去，就能赚得每股1美元的差价。如果价格仍为每股100美元，但股票的量却是1 000万股(募集10亿美元资金)，那么很明显，推销出如此庞大的股票难度会增加，因此，银行机构可能会以97美元每股的价格买断这些股票(总共9.7亿)。或许，他们能够很快地以每股100美元的价格销售出去一小部分，并在随后的几周里以平均每股98美元的价格继续推销出更多的股票，从而能够赚得一些利润。但是，如果推销存在困难，银行机构就不得不降低股票的销售价格到市场出清的水平，这有可能是每股97美元(持平)、96美元(亏损)，甚至更低(严重亏损)。银行机构通常不可能为所持有的这些股票进行风险对冲(对冲本身只能使股票价格反复下跌)，因此，这确实是一种高风险的业务。但不幸的是，华尔街是一个竞争性非常强的世界，必然会使得银行机构错误地判断这些大宗股票交易的价格。如果相对于银行机构所承担的风险，股票价格的折扣太小，就意味着该业务很可能无利可图，或是能够持平，但更可能的是出现亏损。如果有某个银行机构因为某项大宗交易而陷入困境，那几乎可以肯定，华尔街的其他银行机构会立即知悉，并趁火打劫，使该银行蒙受更严重的损失。无法产生足够的利润以弥补亏损的大宗交易的例子很多，其中损失最为严重的一桩大宗交易发生在1987年末，当时英国政府打算处置其所持有的英国石油公司(British Petroleum)32%的股权，摩根斯坦利、高盛、所罗门，以及雷曼等组成的辛迪加银团以132亿美元的价格接手了这些股权。不幸的是，当时股市大跌以后，市场状况不佳，再加上定价错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

误，该辛迪加银团蒙受了20%的损失，账面损失总额高达3.5亿美元。最后，还是英格兰银行(Bank of England)以及科威特投资管理局(Kuwait Investment Authority)帮助华尔街摆脱了困境。还有，高盛和德意志银行在2002年与维芳迪(Vivendi)进行了一笔30亿美元的大宗交易，这笔买卖进行得并不顺利，高盛有6.6亿美元的股票没有顺利推销出去，最终亏损20%，亏损金额约1.5亿美元。大宗交易的风险与报酬之间严重不对等，因此，这并非是一种值得银行机构介入的很好业务。然而，很多银行机构却乐此不疲(他们也盲目地参与股票投资组合的投标，从而买断一些由完全没有名气的企业所发行的股票而构成的投资组合，但对这些投资组合的风险程度和投资集中度却不甚了解，这和高风险性的大宗交易完全没有区别)。或许，所有的大宗证券交易商都应该记住他们当中的一员——贝尔斯登(Bear Stearns)董事会主席兼首席执行官埃斯·格林伯格(Ace Greenberg)所说的言语："在我看来，任何宣称自己在大宗证券交易中赚了钱的人，要么是在开玩笑，要么是根本没有说实话。"[1] 格林伯格应该很清楚实情。所罗门前任董事长毕利·所罗门(Billy salomon)在多年前就曾指出："我们争取任何交易，我们多次蒙受了惨重损失。"[2] 过去是如此，现在仍然如此。

剩余资产(Residuals)就是资产被证券化、形成信用等级较高的优良投资组合以后，所剩余的一小部分权益，犹如原油中所分离出来的沥青、淤泥和有毒的垃圾。资产证券化的类型并不重要，它可以是住房抵押贷款(MBS)、担保抵押债券(CMO)、信用卡应收款项(ABS)或担保贷款债券(CLOs)或债券抵押凭证(CBOs)的组合，其基本理论都是相同的，都是由剩余资产承担权益票据的风险，也就是说剩余资产是最容易发生损失的部分。一般而言，持有剩余资产不会有什么问题。但买入(或保留)剩余资产的银行机构大致相当于持有了一种缺乏流动性的风险性权益，如果他们经过适当的研究分析以后认为，该交易的风险具有相应的预期回报，并且值得为之投机，若是他们的结论正确，那当然是好，但如果不是，那就太糟糕了，因为他们所持有的是最容易遭受损失的部分，完全可能血本无归。不幸的是，这并不是银行机构在剩余资产交易中蒙受损失的最常见方式。他们在把资产进行证券化(把担保抵押债券、CLOs，以及ABS等组合到一起)，把信用等级较高的部分(例如，AAA、AA、A或BBB级的)销售出去以后，自己不得不持有剩余的部分，并因此遭受损失。这些剩余资产通常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不可能具有很高的信用级别，很可能难以销售出去，因此，银行机构仅仅只是把他们列入表外资产，希望能在资产证券化过程中把这些资产消化。但既然他们所持有的资产组合已经完全是高风险的垃圾资产，这些资产组合就不具有流动性，而且风险很高，很难（一般不可能）进行风险对冲。譬如，美国运通公司曾在 1997 年为其终端客户设计债券抵押凭证，通常，他们把级别较高的部分和剩余资产打包到一起，进行一揽子销售，但后来发生了长期资本管理公司危机，虽然市场由此变得极不稳定，但美国运通公司仍然继续发行更多的债券抵押凭证，只是此时他们已经无法把剩余资产或级别较低的部分销售出去。那么，他们又采取了什么措施呢？他还是继续发行更多的证券，因而积累了更多的高风险剩余资产。紧接着信贷市场发生危机，美国运通所持有的所有剩余资产和信用等级较低的证券的价值开始不断下跌，最终损失了令人惊愕的 8.26 亿美元。但准确地说，这些损失最终还是由美国运通的股东们承担了。

高风险性产品交易的例子还有很多，因为华尔街还有其他很多风险更高的业务或投资策略。同样，从事高风险性金融产品或金融工具方面的业务本身并没有错，这是华尔街的职能之所在，并且，银行机构也必须从事这些业务，以满足客户的需要，提高风险转移的效率，并为股东创造财富。问题的关键是，华尔街并没有真正地理解他们所从事的交易的风险，如果他们不能正确地评估风险，如果他们作出极端的假设，如果他们（有意或无意地）承受了过高的风险，如果他们没有考虑流动性风险或突发事件风险，如果他们没有真正地考虑一旦所有的因素同时变糟将导致何种后果（例如，1998 年，瑞士信贷第一波士顿因为俄罗斯、长期资本管理公司、对冲基金；2001～2002 年，J. P. 摩根因为安然、TMT 贷款、阿根廷、风险资本投资、自营交易，等等），他们就有可能错误地理解风险。如果银行没有充分地理解他们所面临的诡异的或过于集中的风险，他们必定会错误地处置风险，预想的风险/回报比率就会受到扭曲。华尔街过于草率地对待风险，遭受损失几乎不可避免。

错误地投资

有时候，华尔街通过承担古老的“商人银行”角色以补充自己的业务，并承担更多的客户的风险。在 19 世纪，伦敦是全球银行业的核心，伦敦的商人银行控制着商业和金融业的命脉，当然，这些银行机构也从事承兑和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

承销业务，但如果他们把自己的资本投资给发展前景广阔或者具有投机性的高风险性企业，他们总是慎之又慎。现代银行机构也应该要如此。业务集中于私募股权投资，把公司的自有资本投资于尚没有公开上市的刚刚成立的新企业，大部分应该是风险投资资本家从事的业务（事实上也是如此），但这并不妨碍大型的银行机构纷纷建立自己的“私募股权投资”团队，来创立和管理私募股权投资基金（他们通过基金持有风险性企业的股份）。

如果操作得当，私募股权投资很可能盈利丰厚，但一旦操纵不当，也可能损失惨重，但华尔街有时候却做得很糟糕。那些致力于长期从事私募股权投资的银行机构，在分析投资机会时会非常小心谨慎，投资出去的资金也能带来很好的收益。他们深刻地认识到，这种业务的风险性高，而且缺乏流动性，回报周期可能长达 3 年、5 年、7 年，甚至更长时间，通常是不能在一天、一月，或一年之内可以完成的，也不能用逐日按市值计算的普通交易的思维来操作，也不能当作短期或中期的一般信用贷款来处理。它要求银行机构保持高度警惕，并执行严格的投资纪律。但还是有些银行机构草率而不负责任，一心只想追赶最新的投资潮流，这意味着他们很可能在市场处于最高位的时候进入，并随着市场的不断下滑而被套牢。问题是他们可能为所购入的股份支付了过高的对价、对企业的增长前景过于乐观，以及不能完全确定投资退出策略是否可行。例如，在 20 世纪 80 年代末期的收购热潮中，美林曾在私募股权投资方面损失惨重。当 90 年代初期违约风潮袭来时，美林投资集团（Merrill Lynch Capital Partners，美林的商人银行业务部门）由于在私募股权业务方面投资不当而损失了数亿美元。最终，他们注销了这些投资组合的绝大部分账面价值，并退出了该项业务。在同一时期遭受损失的还有瑞士信贷第一波士顿等其他一些银行机构，他们也遭遇了与美林类似的问题。并且，这一问题在 TMT 泡沫时期又再一次上演，而且损失更加惨重。互联网和电信行业在 20 世纪 90 年代中期开始步入快速增长期，到 2001 年，增长戛然而止。绝大多数华尔街银行机构都拥有自己的私募股权投资部门，他们同时追逐 TMT 行业的风险投资业务（主要是与硅谷的风险投资家们所设立的风险基金进行竞争）。同样，有些投资有利可图，有些则并非如此，这很公平，因为这就是从事风险投资业务的游戏规则。但那些在 TMT 强弩之末时太过于极端的银行机构，比如 J. P. 摩根和富国银行（Wells Fargo），遭受了惨重的损失。他们为了赢得业务，不惜向盈利前景一般的企业进行投资，承担了过高的风险。如果为了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获取业务，竟然把投资收益率的要求降低到了无法弥补最低预期损失的程度(即使是考虑整个业务的投资组合也是如此)，那么肯定会产生问题。因此，随着互联网泡沫的破灭，首次公开发行市场日渐萧条(几乎没有人愿意接手私募股份投资)，原本打算购买这些成长型企业的股份的第三方机构也开始退缩，银行机构只好独自承受这些价值全无的股权，无法找到有效的退出策略，惟一的出路就是在自己的财务报表中注销它们的账面价值。而这会给银行机构造成大量的赤字，并促使他们暂时关闭私募股权投资部门(直到下一轮热潮再起之时)，银行的投资者们也又一次得为他们所遭受的损失而纳闷。与华尔街的一般交易和信用风险不同，私募股权投资通常具有独立的投资账户，但它不是逐日按市值计算账面价值的，并且只有其价值出现了"永久性"改变，才会不定期进行重新估值。事实上，不可能有人确切地知道这些投资的每天、每周、每月，或每个季度的损益变化情况，也就是说它们不可能得到实时的监控。但一旦投资价值发生永久性减损，银行就必须削减它们的账面价值。因而，银行的股东们最终会发现这些投资所造成的巨大损失，但他们对这些投资本身还是知之甚少(甚至毫不知情)。

* * * * * *

互联网炸弹

在互联网热潮持续高涨的时期，大家都积极为小型的网络企业提供资本。硅谷的风险投资家们无疑是这一风潮的领导者，他们积极私募股权投资基金投资于互联网企业，这些被投资的企业往往只不过有几个刚刚出道的年轻人，几个能用 Java 或者 C++语言编程的员工，一个对业务发展的大概想法，以及一个非常酷的企业名称。这是资本主义和企业家精神的表现，即使成功的机会很小，也不惜一试，因为这些投资或许会最终催生出下一个网景、亚马逊、谷歌、雅虎、电子港湾公司，或者产生电子商务、在线保险，以及集中化的 B2B 采购之类的新兴产业。当然，在这样一些企业身上投下赌注，为其中一些融通资金，并没有什么错。但事情往往会过度，任何热门的业务、风险投机和金融泡沫的兴起都是如此。投资热潮会在转瞬之间兴起，人们不仅仅为少数，而是为很多处于初创期的企业融通资金，不仅仅为那些资质相当好的企业融通资金，也为那些尚未成型，甚至完全毫无价值的企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融通资金。所有这一切，都只不过是为了在看似可能持续高涨的市场中抓住一丝机会。

言归正传，在风险投资资本家们的引领下（在重新梳理他们的20世纪80年代以来的商人银行/私募股权投资业务计划以后），很多银行机构开始设立自己的私募股权投资基金，以使自己能够与风险投资资本家们争夺互联网行业的客户（他们完全是自吹自擂，没有硬资产）。按照华尔街一贯的操作方式，这一次他们同样使出了大手笔：大量的资金、大量的项目、大量的人员，大张旗鼓，以希望能够获得丰厚的利润。J. P. 摩根、花旗、瑞士信贷第一波士顿、富国银行（Wells Fargo）等银行机构也确实有一段时间赚取了一定利润。虽然很难说风险/回报比率能够做到恰好平衡，但一些早期的（1995～1998年间的）风险投资项目还是相当稳定的，取得了良好的投资收益（当然，有些项目也会遭受损失，但在投资组合中并不足道）。然而，绝大多数的银行机构都不知道什么时候是投资的“适合时机”，他们只是不断地推动该项业务发展。为了在该项业务中战胜风险投资资本家，他们设立自己的创业企业孵化器和加速器，向那些有新异想法的项目投入更多的资金，为那些尚未准备好的企业安排首次公开发行股票（从根本上说，无非是加快了泡沫的膨胀）。一些更加激进的银行机构，为了使自己所投资的互联网企业能够有更高的溢价，不惜以要求自己的下属机构买入被投资企业的股票；他们彼此交易的价格是被投资企业收入的15～20倍（一般银行愿意接受的水平），他们希望大多数互联网企业股票的交易价格是他们收入的50，甚至是100倍；因为更高的估值，意味着更高的股票价格和账面金额。[在互联网投机业务如日中天的时候，甚至还有人为此大唱赞歌，比如大通（与J. P. 合并前）首席财务官说道：“我完全相信，我们自始至终都对我们的投资者进行了指导，并且拥有分析师团队对我们在新经济中所进行的投资进行了及时跟踪分析。”当该机构在与J. P. 合并后，因为互联网行业相关业务而被提起诉讼，并有相当大一部分业务被迫关闭之时，她又说了什么呢？]

接下来所发生的事情已广为人知。到2000年年底，科技板块的股票已经明显开始下滑，首次公开发行股票根本无法进行，第三方的销售机构也销声匿迹，那些曾自作聪明地提供种子资金的银行机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(也包括风险投资机构)无不自已被迫承担市场下滑的包袱。在获得几年的合理收益以后,亏损开始大量出现;随着投资价值的不断下降,这些投资逐步表现出“永久性价值损失”特征,银行机构被迫付出了沉重的代价。数家大型银行机构开始大规模削减他们在互联网、传媒和电信等方面的投资的账面价值,蒙受了惨重损失。例如,作为最大的互联网私募股权投资机构之一的 J. P. 摩根[通过合并前的 J. P. 摩根和大通,以及摩根实验室(LabMorgan) 企业孵化器]在 2001 年注销了超过 11 亿美元的账面资产, 2002 年又继续注销了 7.3 亿美元,并且发表声明称:“虽然我们认为 J. P. 摩根伙伴公司(JP Morgan Partners)在公司中具有重要的战略地位,但为了减少其对公司整体经营状况的影响,我们正在对其采取措施。”[3] 这表明,J. P. 摩根在很多投资项目中遭受了损失而不得不承认投资失败。但 J. P. 摩根并不是惟一遭受损失的银行,富国银行(Wells Fargo)在 2001 年注销了 11 亿美元(还在 2000 年和 2002 年总计注销了 2.8 亿美元),福力特波士顿(FleetBoston)注销了差不多 3 亿美元,不一而足。随着互联网风潮的消退,遭受了沉重打击的不止是华尔街的银行机构,很多风险投资企业和科技企业也同样遭受了重大打击。但银行机构无疑是损失最为严重的,因为它们承受了两方面的损失:注销私募股权投资的账面价值,以及由于科技企业首次公开发行停滞而损失了大量的承销业务收入。

不幸的是,很多银行机构在业务兴隆的时候并没有未雨绸缪;或许,在繁荣祥和的气氛中,他们已经忘却了,市场既有景气的时候,也有萧条的时候,他们更没有在乎到时候并不一定能够如意退出的问题。不论原因何在,总之,有很多银行市场的变化会对他们资产和收益状况产生重大影响并没有做好充分准备。我们对于银行的投资者们是否真实地知道银行遭受了什么样的损失,并不十分明确,但是或许有一部分投资者并不知情。(例如, J. P. 摩根 2000 年第 3 季度财务报表中的收入比大多数人的预期要低 30%,J. P. 摩根注销了私募股权投资/风险投资的账面价值,而这是不可预见的;其他银行也有过类似的现象。)正如前文所述,私募股权投资并不是一项很透明的业务,银行买入企业的股权并持有,除非股权已经发生了现实的重大损失,否则损失不会以明显的方式表露出来,而且财务报表中也不会披露潜在的下跌风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

* * * * * *

与客户建立不正当的关系

与客户建立起紧密的关系有时候会增加银行风险管理的难度。这看似有些荒谬，银行机构当然希望尽可能地以最佳的方式为客户服务，能够为他们提供全方位的产品和服务，因而，从表面看来，紧密的客户关系应对银行有利。但与客户的关系应该有一定的界限，不能突破监管要求和谨慎性原则。通过为客户提供贷款、信用敏感(credit-sensitive)的交易、清算安排(clearing arrangements)、企业理财、税务咨询、结构性金融产品交易、研究分析、审慎性审查、资产管理、资产托管，以及交易监控等一系列的服务，与客户建立过于密切的关系等。在一个全能型银行的时代，银行机构相当于金融超市，具有庞大的资产规模，拥有一大批研发人员和专业人才，能够为客户提供多种选择。在这种情况下，风险可能迅速累积，客户关系受到相当多的因素的影响，也极其复杂。如果形势都能按银行机构所设想的那样发展，那便不会有任何问题，但是如果不是，那么后果将不堪设想。幸运的是，银行机构所能够提供的信用额度以及所能承受的清算与资产托管业务，受到了监管机构的部分限制。譬如，银行直接或间接借贷给某一特定客户的资金不能超过自身资本量的一定比例。然而，银行有很多办法绕开这些特定的规则，更不必说还有大量的业务根本不在监管范围之列，这些业务潜在的风险称之为或有风险(contingent exposures)，它们只有在客户遭受了损失时，才会显露出来。

与客户建立密切关系的诱因当然是收益。银行机构总是认为，只要成为客户的“优先选择供应商”，自己就有可能在企业未来将要发生的银行业务中占得先机。银行与客户的关系，有些建立在合法的交易基础上，例如，以公允的价格为客户提供增值服务、高效率地为客户执行交易、及时响应客户的要求、为企业提供有益的方案，等等。但有时候，银行纯粹是为了追逐金钱，而与客户建立了不正当的业务关系。这种情况已经出现过很多次，例如，为了粉饰企业的形象，抬高企业的股票价格，为企业提供虚假的研究分析报告，以及在企业进行首次公开发行时，优先向某些企业的高级管理人员分派股份。当然，还有前文提及的捆绑销售和逆向捆绑销售问题，银行为了获得盈利更加丰厚的并购或证券发行业务，而为企业提供利息低廉的贷款，或者购买客户企业的服务以获取其银行业务。因此，与客

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户建立诸如此类的不正当业务关系，犹如走上了一条极其危险的钢丝绳，稍有闪失，就可能导致极其严重的后果。但不幸的是，还是有不少银行铤而走险，并遭受过不小的损失。他们几乎不惜代价地与客户建立业务关系，直到他们可以肯定自己将有机会(就算不能保证)能够大范围地获得企业的金融业务。但此时，他们已经与客户紧密地联系在一起，以至于自身的经营状况已经在一定程度上与客户共增长同衰退了。尽管这些高风险的不正当关系并不必然会随着客户步入困境或出现违约而产生更加严重的后果，但一般情况总是如此。也就是说，由于错误地判断了与自己发生业务关系的企业的信用状况或信用前景，银行常常会遭受损失。同样，不必太多地探询，就可以发现，有很多银行曾与客户建立过不正当的业务关系，而且情势并没有如他们所盘算的那样发展，他们为此付出了经济上和声誉上的双重代价。比如，高盛与罗伯特·麦克斯韦(Robert Maxwell)、加拿大帝国商业银行与奥林匹亚·约克(Olympia & York)公司、前花旗所罗门与开发金融公司(Development Finance Corporation)、花旗银行与世通、花旗银行与安然、J. P. 摩根与安然、美林与安然，瑞士联合银行与南方保健公司(HealthSouth)，美洲银行与世通、瑞士信贷第一波士顿与俄罗斯，以及瑞士联合银行与长期资本管理公司，等等。虽然谨慎的客户关系管理应该是良好的风险经营活动的基石，但它常常可能被忽视。

* * * * * *

危险的客户关系

有时候，银行与客户的业务关系过于紧密，会引发极为严重的问题。客户关系的培育与建立当然重要，但如果过于极端地追求客户关系，那就只能寄望自己找准了客户。因为一旦客户出现问题，损失将可能非常严重。高盛、J. P. 摩根大通和瑞士联合银行在这方面就有过非常深刻的教训。

在 20 世纪 90 年代很长的一段时间内，高盛的名字都与罗伯特·麦克斯韦紧密地联系在一起，这令高盛的合伙人极为懊恼。在 70 年代和 80 年代就已经建立起一个庞大的传媒帝国的麦克斯韦，其商誉并不值得称道，他曾因为从事不正当的交易而受到英国政府的谴责，并被指责没有履行作为一位董事长所应该履行的责任(具体而言，监

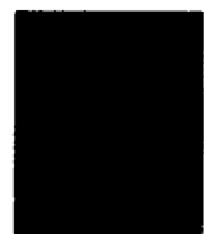
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管当局曾指出，麦克斯韦是一个"不能指望他能适当地履行一个上市公司董事长基本职责的人"）。然而，高盛却仍然与这位企业界的大亨建立了业务关系。在初始阶段，他们之间的交易很谨慎，高盛伦敦的分支机构开始从事一些麦克斯韦尔电讯（Maxwell Communications，MCC）股票的交易，接着为麦克斯韦尔提供了部分有担保的贷款，并为其进行了一些外汇交易。随着时间的推移，他们之间的业务关系进一步加深，股票交易的量越来越大，贷款和外汇交易业务越来越多。事实上，到1993年，高盛已经成为了麦克斯韦尔电讯股票的最主要的做市商，并以麦克斯韦尔电讯股票为抵押向麦克斯韦本人提供了16亿美元贷款。随后，情势急转直下。麦克斯韦于1993年在自己的游艇上跳水自杀。在他死后，针对其所属企业的账务的调查终于揭开了他所勾结的一张欺骗网，包括大量的欺诈行为、侵吞所属企业资产、在上市公司与自己投资的公司之间非法转移资金，等等。同时，麦克斯韦尔电讯的退休员工获知了一个不幸的消息，由于罗伯特·麦克斯韦的欺诈行为，麦克斯韦尔电讯的养老金账户损失了4亿美元。随着更多的负面消息的出现，高盛与麦克斯韦的关系成了众人关注的焦点。作为麦克斯韦尔电讯股票的最主要的做市商和麦克斯韦的重要的贷款人，高盛被指控与麦克斯韦合谋欺诈麦克斯韦尔电讯雇员和投资人。此后不久，高盛就因为"合谋欺诈"而在美国被告上了法庭。高盛的合伙人坚决否认他们存在任何不当行为，并试图阻止法庭受理该案件，但没有起到任何作用。在接下来的两年中，高盛受到了媒体的猛烈攻击，他们的名字由此与麦克斯韦紧密地联系到了一起，根本无法从麦克斯韦搅起的稀泥中脱身。媒体的穷追猛打不但损害了高盛的声誉，也阻碍了其业务的开展。由于与麦克斯韦有牵连，高盛失去了好几桩重要的业务，其中包括高盛觊觎已久的英国电信的第三次股票增发业务。这一事件一直持续到1995年，并且大有愈演愈烈的倾向，高盛最终决定忍痛了结此事，支付2.5亿美元平息了诉讼。此外，他们的贷款业务损失了6 200万美元，外汇交易业务损失了2 900万美元。最为重要的是，自己的声誉受到了损害。"了解客户"是银行界早已有之的基本原则，高盛在与麦克斯韦这样一个多有商誉劣迹的人开展业务时，却没有遵循的原则！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

J. P. 摩根必定还在后悔当初使自己的名字与安然联系在了一起。安然曾经是与摩根关系最为密切的核心客户之一，但摩根因为安然所遭受的麻烦和损失，要远甚于其他华尔街的银行机构。事实上，摩根所遭受的信贷损失、交易损失、诉讼损失，以及监管机构的罚金（还不包括情况整体恶化所带来的间接损失和声誉的损害），是他们从这家如今已经不复存在的能源公司所赚取的酬金的十多倍（数百倍?）。当安然破产时，摩根大概有 26 亿美元有担保或无担保的债务存在灭失的风险。除了因马霍尼亚（Mahonia，第四章曾提及该公司，使摩根遭受了 1.65 亿美元的罚款）而遭受到的种种损失，摩根还因为为安然的债券发行提供担保而不得不为其代偿 4 亿美元，并为相关的法律诉讼花费了约 9 亿美元。与此同时，摩根注销了价值数亿美元的无法履行的无担保贷款，使整个损失金额高达 20 亿美元。另外，摩根惹怒了规模高达10 000亿美元的辛迪加市场上的其他银行机构。他们指控安然在即将破产之前，在摩根高层管理人员的授意下，利用以摩根为牵头银行的辛迪加银团（广泛）募集的 5 亿美元信贷资金，偿还了安然通过特殊目的载体向摩根借入的其他债务。[有些辛迪加成员银行婉言拒绝继续追究摩根的责任，因为他们不愿意得罪世界上最大的（占 32%的份额）辛迪加银团成员。]这一系列的指控和事件严重影响了摩根的股票价格，摩根的股价比相应的银行机构的股票价格低了近 40%（对，又是投资者最终为他们买单）。而且，更加具有讽刺意味的是，重组以后的安然新的管理层以摩根（以及其他几个银行）所提供的理财建议不正当为由向他们提起了诉讼，声称摩根以及其他一些银行负有重大责任，因为他们参与了安然操作股票价格的计划，并在明明知道安然的原管理层有意进行财务造假的情况下，仍与其进行交易。因此，即使在安然破产好几年以后，J. P. 摩根也仍然无法摆脱与安然的关系。

瑞士联合银行的问题与长期资本管理公司相关，本章后面的小节还将继续探讨长期资本管理公司，本节只要能说明许多华尔街的银行机构在 1998 年随着该对冲基金的搁浅而蒙受了惨重损失就足够了。瑞士联合银行或许是其中损失最为惨重的一家，当它在格林尼治（Greenwich）与当时如日中天的长期资本管理公司达成交易意向之时，就显得过于贪婪。很多问题都源于瑞士联合银行向长期资本管理



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的合伙人出售一份以该基金股票为基础的规模高达8亿美元的7年期期权。为了对冲该期权的风险，瑞士联合银行紧接着购买了该基金的股票（并为自己的账户或为了未来重新组合资产，还另外买入了2.66亿美元的该基金股票）。长期资本管理公司为购买瑞士联合银行的期权总计支付了3亿美元，瑞士联合银行由此产生了3 000万～5 000万美元的账面利润，不幸的是，他们决定把这些资金再次投入长期资本管理公司，以获得更多的股份。很难揣测当瑞士联合银行把所有这些资金集中投入到长期资本管理公司时，他们是怎么想的。不错，他们在一天之内就闪电般的赚得了5 000万美元，但是他们似乎忽视了悲剧发生的可能性：如果长期资本管理公司经营失败了会出现什么情况？他们将不得不出售所有的该基金的股票，但事实上，他们却无法在市场上出售，因为期权合约的存在使他们无法这样做，他们所持有的股票根本没有流动性。而且，瑞士联合银行还向该基金提供了大量的信贷资金，有些是没有担保的信用贷款，甚至他们在向长期资本管理公司发放贷款时根本没有遵守自己的信贷制度，他们若是遵守了自己的制度，也就不至于向一个财务杠杆超过30：1的客户发放贷款了，长期资本管理公司当时的财务杠杆远高于30：1早已是路人皆知（虽然还远没有到达1998年的250：1或300：1）的事实，但瑞士联合银行还是积极向长期资本管理公司借贷出资金。实际上，据估计，长期资本管理公司的垮台，使瑞士联合银行损失了约7.6亿美元（多么合理的交易！为了可怜的5 000万美元的盈利，竟然要承受7.6亿美元亏损）。即使在1998年夏天，长期资本管理公司开始显示出疲软态势时，瑞士联合银行的管理层们似乎也没有意识到问题的严重程度。但到9月份危机全面爆发时，一切都为时已晚。随着长期资本管理公司的最终崩溃，瑞士联合银行所持有的该基金的股票、投资，以及信贷款项都不得不大规模地被确认为减值损失，最终使该季度的亏损额度高达6.9亿美元，一个灾难性的结局！当然，最终还是瑞士联合银行的投资者为此买单，但当他们得知自己所投资的银行竟然会遭受如此巨大的信用风险损失，也不免大吃一惊。长期资本管理公司所引发的灾难与瑞士联合银行1997年大规模的股票衍生证券损失接踵而至，把银行推上了危险的边缘，使自己事实上成了原本比自己规模还小的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争对手瑞士银行(SBC)的善意收购对象[两家银行组成了新的、更强大的瑞士联合银行，后来收购了佩恩·韦博(Paine Webber)以及安然能源贸易业务的余部]。一大批与长期资本管理公司业务有牵连的高层管理人员，在两家银行合并以后被解聘，其中包括原瑞士联合银行总裁、首席运营官、首席风险控制官，以及固定收益交易部门的主管等。高风险性的业务会使所有相关人受损。

* * * * * *

错误的风险估值

有时候，华尔街不能正确地确定风险的价值，这似乎有些不可思议。这怎么可能呢？难道确定他们所买卖的产品、所发行的证券，以及提供的辛迪加贷款或风险对冲服务的价格，不属于他们的业务范围吗？通用汽车知道该怎样确定自己的运动型多功能车的价格，通用电气知道该如何确定电灯泡和飞机引擎的价格，而诺基亚也知道该以什么样的价格出售移动电话。那么，美林、雷曼、高盛，以及其他银行机构为什么就不应该知道如何确定信用违约掉期业务、大宗交易、伦敦金融时报指数(FTSE)长期期权，以及首次公开发行股票等的交易价格呢？原因还是前面章节所说的两个：偶然失足(把事情弄糟了)和故意犯错(故意错误地确定价格，以赢得业务，或者故意欺骗性地错误确定价格，以到达实现内部交易之目的)。接下来，我们将看到，上述两种错误和过失在各种风险定价中的一般特性。需要注意的是，金融风险的表现形式多种多样[譬如，信用风险、市场风险(市场变化曲线、市场发展趋势、市场间的价差、市场波动性、市场基本要素、市场相关性)、流动性风险、主权风险、操作风险、模型风险，以及法律风险等等]，所有这些风险都有可能被错误地确定价格。而且，在实践中，他们也确实一次又一次地被错误地确定价格。

有时候，银行机构错误地确定风险的价格是由于意外出错。他们没有真正地理解自己所承受的风险的特性及其动态变化过程，因此，他们不知道该如何正确地进行交易，不清楚其他的银行将愿意以何种价格接手这些风险，更不知道流动性将如何影响风险的价值或如何对冲这些风险。要是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所交易的风险品种对华尔街而言还相对新颖，或者交易量非常大(对流动性因素的考量要超过其他任何方面)，或者该种风险极其复杂，甚至还没有人能够清楚地判断出所有的潜在风险因素，这样的事情就很可能发生。譬如，当华尔街在20世纪80年代中期第一次推出只付利息(interest-only，IO)或只付本金(principal-only，PO)的分割式债券时，很多银行都没有能够正确地对这些证券的交易价格进行确定，因为它们与当时其他的证券工具的差别实在太大。由于缺乏实际操作的经历，很多交易人员和研究分析人员都只是大概知道，而不可能依据自己的临场感觉准确地判断这些证券工具的市场表现将是上升还是下降。结果，很多银行机构因此损失惨重。比如，美林在1987年遭受了3.77亿美元的损失，这主要是由于该银行的抵押贷款交易员豪伊·鲁宾(Howie Rubin)在柜台擅自进行未经授权的交易，但另一方面，也是因为鲁宾对其所进行交易的特殊证券不甚了解，所持有的(PO余值)证券的风险程度远远超出了当时美林所有人的想像。研究分析人员诚然知道，如果利率上升，持有PO证券就会遭受损失，但对于到底将受到何种程度的损失却完全没有概念。华友银行(Chemical Bank)曾因为不知道该如何正确地确定风险的止损点和掉期业务的波动性而遭受了3 000万美元的损失。当信孚银行(Bankers Trust)让他们的客户参与第四章曾提及的高风险的新异掉期业务时，交易大厅的录音显示，即使是那些掌管风险、风险对冲和估值业务的交易商本身，也并没有真正地掌握该如何确定交易的价格。事实上，交易商们在推出新的证券品种的过程中常常遭受损失。在过去的数十年中，担保抵押债券、债券抵押凭证余额、分期掉期指数(index amortizing options)、波动性和方差掉期(volatility and variance swaps)、商业票据资本(commercial paper caps)、障碍期权(barrier options)、幂数期权(power options)、长期掉期业务等一系列新的证券产品无不为华尔街的很多大型银行机构制造了麻烦(以及大量的亏损)。当然，银行必须承受在新的金融产品交易上的亏损，因为他们必须追求创新，也必须承担风险。虽然蒙受此种损失是银行业不可避免的损失的一部分。但是，他们不应该太过于自作聪明，极力追求过于新异的金融产品的交易，并且，在他们完全理解这些新的产品以前，不应该过度地涉人。

有时候，华尔街出现错误，是因为他们错误地估计了他们所持有资产的流动性。一旦他们发现盈利的机会，他们就会大规模地建立投资仓位，到达远远超过自己所能承受的程度。随着他们所承受的风险量的增加，以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及风险集中程度的提高，对冲或规避风险的难度就越大。银行机构所承受的缺乏流动性的资产的价格通常不能得到适当反映。因为这些缺乏流动性的资产通常并不像美国新发行的(on-the-run)政府债券、德国政府债券、英国金边债券等那样具备交易活跃的大型市场，银行机构可以大规模地建立投资仓位，但仍然可以设法进行风险对冲或在必要的时候进行清仓(当然，即使是这些债券产品，如果所持的仓位过高，也可能导致较为惨重的损失，例如，1994 年，高盛因为一笔大规模持有的英国短期国债而损失了5 000万美元，并且随着美国利率的上升，该银行由于大规模持有美国政府债券以及其他一些金融产品而总计损失了 8 亿美元；在同一时期，所罗门也由于大规模地持有这些原本具有流动性的资产而损失惨重)。更为可能的是，这些非流动性资产通常与高风险的企业信贷、新兴市场风险、鲜有人参与的套利机会、利率差价交易(carry trade)，波动率业务(volatility play)、货币可转换性投机、长期结构性证券等相关。这些资产通常也存在获利的机会，但由于银行没有恰当地估计流动性风险，也很容易积累相当大的投资仓位，并远远超出谨慎的银行所应该承受的水平，最终会遭受严重损失。例如，在 20 世纪 60 年代，很多共同基金开始大规模地买入承诺书股票(letter stock，一种非公开发行的普通股票，美国证券委员会要求这些股票的购买方出具一份承诺书，声明持有这些股票不以转售为目的，因此得名——译者注)，这些股票虽然已经进入注册程序，但尚未完成注册，不能自由交易(因而不具有流动性)。一些基金购买了大量的这类证券，并且决定按照已经公开上市的、具有流动性的证券的市场价值，而非按照买入这些证券所付出的成本来评估这些证券的价值，也就是说，他们根本没有考虑这些证券完全不具有流动性，实质上虚增了所属基金的价值。一旦持有人大规模地要求基金公司赎回所卖出的基金份额，他们就会因无法通过出售这些承诺书股票来获得所需的现金，而不得不承受流动性不足的风险所造成的损失。1986 年，当时高盛正试图使自己成为固定收益资产交易市场更为强大的交易商，因而他们在一只企业债券上积聚了非常大的仓位，但后来该债券风光不再，导致高盛亏损了5 000万美元。作为一个大型的自营业务交易商，亏损5 000万美元并不为过，但是为了一只债券而建立了不具流动性的仓位，而且当时他们的总收入还只有 3.6 亿美元，显然就不应该了。在新千年之初，高盛、瑞士信贷第一波士顿，以及其他几家银行机构在一项长期英镑掉期市场中损失惨重，当时他们试图平抑由于与英国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的保险机构进行掉期业务而积聚的短期波动性风险。受此教训，这些银行终于明白，在一个缺乏流动性的市场平抑自己的空头仓位实在不是那么简单，他们进入了一个自我推动的市场，每一次买入对冲英镑波动性的基金，市场要回到平衡就必然会进一步提升对冲基金的实际价格，也就是说，每一次他们试图进一步对冲风险，都无不是在制造更大的损失。1994 年，很多华尔街的银行机构(斯坦利、瑞士信贷第一波士顿、高盛、美林、花旗、J. P. 摩根，等等)都非常看好墨西哥比索的利率差价交易，他们借入利率较低的美元，然后，利用借入的美元在现货市场购入墨西哥比索，再在远期市场以美元卖出墨西哥比索，并把持有的墨西哥比索投资于更具升值潜力的墨西哥比索资产，以获得美元与墨西哥比索之间丰厚的利差。很多银行机构都认为获得这种利差根本不存在风险，因为在过去的 20 多年里，墨西哥比索一直都被人为地维持了稳定。因此，在贪婪的驱使下，他们大规模地进行这种利率差价交易[并且，当这种交易得到广泛认可时，他们创造并大量发行第四章曾提及过的“结构性证券”，再把他们出售给马特(Mattel)、威斯康星州投资委员会(Wisconsin Investment Board)等机构投资者，以在此过程中赚取佣金]。然而，不久墨西哥比索就贬值了，所有这些银行机构及其客户都因为利率差价交易所积聚的巨大风险而损失惨重。由于交易的金额太大，而且交易的定价过低，银行机构根本无法弥补所承担的风险。但是，墨西哥比索贬值带来的血的教训，并不足以阻止华尔街这些曾经受到过损失的银行 1995～1996 年间在泰国和印度尼西亚再一次进行同样的利率差价交易(要不是马来西亚和韩国当时存在外汇管制，他们原本还打算在这两国进行同样的交易)，1997 年亚洲金融危机，整个东南亚地区的货币集体贬值，这些银行机构及其客户又一次遭受了重大的损失。但惨重损失还是没有阻止他们在 1997 年末到 1998 年初第三次进行同样的利率差价交易，只是这一次的目标是俄罗斯。结果可想而知，随着俄罗斯卢布 1998 年 8 月大幅贬值，这些银行机构又一次遭受了巨额的亏损。所有这一切再一次验证了前文曾提及的一个观点：华尔街似乎从来没有从他们过去的惨痛经历中吸取过教训。

有时候，银行机构会故意错误地评估风险的价值，无论是过高还是过低，问题的性质已经从意外失足变成了故意犯错。如果银行机构故意低估风险的价值，那么他们肯定是希望从其他的地方得到弥补，为客户提供一些低价格的金融产品，以希望赢得客户其他一些有着更高回报和佣金的业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务。像通用电气或AT&T这类企业的贷款的利率通常都会被有意低估，并且被低估的原因都几乎一致：为了获得赢取利润更加丰厚的业务的机会。如果企业把自己的银行业务看成一种组合，银行的这种策略或许会起作用，并能够获得企业报酬丰厚的业务（当然，要不是在捆绑销售的情况下）。但是如果银行不能或者没有获得企业的后续业务的话，那么此前银行所得到的收益和风险就不可能平衡，也就是说，微薄的利润无法弥补预期的损失。同样，如果这种情况只是出现在某一项业务或某一个客户中（只是一种例外），那么或许也不会有什么问题，但情况通常不是如此，而是作为银行的一项业务拓展战略而更加广泛地存在（例如，在并购业务团队下面设有一个贷款小团队），因此，银行的业务组合中常常充斥了各种风险与收益不平衡的投资。

在少数情况下，银行机构（或单个的交易员）会故意捏造出具有欺骗性的价格，这些价格并不能真实地反映风险和市场的状况。这包括故意高估所持仓位的价值，这种情况在完全缺乏外部定价信息，交易商的监控人员无法判断交易员所持有的某一特殊风险的价值时经常发生（当然，银行机构也可能采用欺骗手法低估自己所持的仓位，但除非他们所持有的投资产品短缺，一般很难给他们带来收益，因此，故意高估价值的情况更加普遍）。在证券交易所公开交易的产品都有现成的价格，部分在柜台交易的产品的价格也是如此（只要它们是常规的产品，具有足够的流动性）。此时，由于监控人员通过其拥有的外部价格信息来甄别交易员的交易价格是否合理，一般不会发生故意错误地确定价格的情况。但除此种情况之外，监控定价的正当性面临巨大挑战。也就是说，如果华尔街步入所谓的“模型定价”王国，那么他们就进入了一个灰色地带，一个充满虚假和歪曲、猜想和假设的世界，不道德的交易员拥有足够的空间耍尽各种诡计。不存在现成的交易价格，就不得不倚靠金融模型来评估交易的价格，而模型的建立不得不基于一些或许无法反映实际情况的假设。同样，并不是说模型存在无法克服的内在错误，尤其是那些构思缜密，并且经受过时间考验，以及那些建立在保守的假设条件上，并具有现实依据的模型。但如果模型新异而复杂，假设条件过于严格，如果风险非常复杂，不存在既往交易记录，而且监控人员又无法判断交易的实际状况应该如何（而且，他们也常常没有能力判断，因为数理金融模型可能非常复杂），那么，问题就可能出现。模型定价往往是错误定价问题出现的起因：交易人员（以及/或数量研究分析人员）提出一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个不能准确地反映柜台交易风险或者仓位实际价值的模型，或者由于利用错误的市场的参数，这就是说交易员有相当大的空间选择有利于自己的方式操纵交易的损益情况，比如虚增收益和低估风险。比如这样一种场景：交易人员利用他们(存在缺陷或不可靠)的定价模型，做着表面看来盈利丰厚的交易，为自己获取不菲的奖金，然后他们可能会跳槽到别的银行机构，却给原银行留下一个定时炸弹。当交易到期了或者可以在市场上自由流通时，交易就有了自己的市场价格，如果市场价格和模型的价格不一致，那就要当心了，交易员留下的那颗定时炸弹可能会爆炸。同样，这并不只是理论上的推测，这已经在现实中发生过好多次了。1987 年，信孚银行发现自己的外汇波动性交易所确定的价格至少高出了 25%，导致账面损失 8 000万美元[为了不影响利润目标的实现，该银行的高层管理人员决定把这些账面损失不计人补偿费用账户，用该银行首席执行官查理·桑福德(Charlie Sanford)的话来说，“有什么大不了呢……这只不过是一个会计问题罢了”，[4] 真是妙极了]。国民西敏银行(NatWest，现在是苏格兰皇家银行的一部分)在其德国马克、英镑债券期权和掉期交易业务，日本东京三菱银行(Bank of Tokyo Mitsubishi)在其债券期权业务中也发生过同样的损失。因此，数量化的价值评估可能存在问题，经常导致交易发生损失或投资的价值下降。而且，华尔街银行机构的高层管理人员一般都缺乏有效监管数量化模型定价的经验。高层管理人员们对数量化定价模型都不甚了解，怎么能期待他们能够进行有效的监控呢？他们只是管理人员，并不是数学家。即使是罗伯特·鲁宾(Robert Rubin)这样精明能干的人(曾担任过高盛的总裁和美国财政部长，后来还任花旗银行总裁)也曾说道：“我认为，华尔街今天面临的一个问题是，处于管理层的人员不具备数量化分析的知识结构，无法对呈交给他们的分析报告的结论的正确性作出评估。我们不能要求数量分析人员告诉我们他到底是如何得出他的结论的，因为如果你与他探讨方程式，这些方程式也就没有什么意义了。”[5]

所有这些意外过错，过高或过低地确定风险的价格，最终会导致什么样的后果呢？就是曲解风险的暴露程度，而这意味着，如果事情向着不利的方向发展，可能产生令人惊愕的损失。那些承受了过多风险(比如，市场过于集中的风险、非流动性风险、信贷组合风险等等)的银行机构，当他们被迫尽可能快地(因为一旦市场出现混乱状况，所有的人都同时想要从同一个小出口退出)组织辛迪加银团处置、出售或对冲风险时，才会发现自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对交易的定价是多么的错误，要使自己不蒙受损失是多么的困难。此时，也是损失不断攀升，那些原本强大的华尔街金融交易机构，交易风险在达到最高程度的时候爆发而出现致命错误的时候。也是银行业的专业人士们，随着银行的巨额账面资产在转瞬间挥发殆尽，让人们觉得他们根本就是业余银行家的时候。在过去的数年中，花旗、德雷克斯、美林、J. P. 摩根、瑞士信贷第一波士顿、雷曼、高盛、贝尔、斯坦利，以及其他很多银行，都在贷款业务、柜台交易、金融衍生产品，以及高杠杆的“对冲基金式”自营业务中遭受了严重的损失。当然，在风险性业务中承受一些损失原本没有什么大惊小怪的，毕竟这是银行业务中不可避免的一部分。问题的关键在于，这些损失是否得到了很好的理解、能否合理地被解释、是否具有正当的理由、是否是预期之中的损失，以及是否是由于错误或欺诈行为的结果。一般而言，答案是否定，这就是说总会有人不得不为此付出代价。不言而喻，付出代价的肯定是银行的投资者们，即使他们所投资的银行机构是众所周知的大型风险承受商，因为有时候银行机构不会向他们的股东透露他们(又一次)遭受了损失。当然，在这种情况下，交易人员、投资银行人员、风险控制人员，以及监控人员也有可能丧失自己的工作，因为恼怒的银行高层管理者需要显示自己的权威，杀鸡儆猴。

* * * * * *

不堪回首的一年

1993 年，当约翰·梅里温朝(John Meriwether)离开所罗门两年以后(也就是前文曾经探讨过的非法操纵国债拍卖以后)，他发起成立了长期资本管理公司(LTCM)，组建了一支数量分析和金融交易的梦之队(其中包括数位诺贝尔奖获得者)，并募集了大量的资本，准备在金融市场大干一场。毋庸置疑，华尔街从头到尾都参与到了其中，美林帮助他们进行了前期的融资活动，瑞士联合银行为其合伙人出售了一份以长期资本管理公司股票为基础的期权，贝尔斯登同意为他们提供清算服务，事实上，还有其他很多的银行要么作为投资人，要么作为债权人，或者兼而有之参与了基金的成立。长期资本管理公司在华尔街的影响力非常强大，可以通过谈判获得非常优惠的附条件买回协议(repo)贷款条件，从而使得他们几乎可以把财务杠杆放大到无穷大；而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且，由于华尔街所有的银行机构都认为，与长期资本管理公司开展业务能够获得巨大的潜在收益，他们非常乐意为长期资本管理公司提供优惠的融资和交易条件。就这样，好戏开始登台了。

在接下来的两年里，长期资本管理公司主要从事固定收益证券套利等自己擅长的业务，并为自己的投资者创造了非常丰厚的回报(70亿美元的净资产，两年的报酬率分别达到43%和41%)。然而，到1997年，固定收益证券市场套利的机会越来越少，长期资本管理公司的高层人员决定介入股票市场(出售股票波动性证券、在超过75只股票上进行大规模的风险套利交易)，追逐复杂程度越来越高的(而且流动性越来越低的)利差(譬如，德国长期收兑国债(long-date German bunds)与德国马克的掉期波动率，丹麦抵押资产与丹麦政府债券，意大利的国库券与意大利存款，俄罗斯利率价差交易等等)，而且所建立的交易仓位越来越大。实际上，该基金的风险当时已经非常高了：非常高的财务杠杆、交易仓位非常集中、流动性非常低。由于无法获得足够的盈利机会，长期资本管理公司的管理层在1997年向投资者返回了27亿美元的资本金。但是，他们并没有相应地减持自己的交易仓位，这意味着他们的财务杠杆反而更高了。不过，华尔街依然很乐意与他们进行业务往来。

1997年，金融市场已经变得很糟糕了，亚洲金融危机导致很多基金公司倒闭，使不少银行及其客户蒙受了损失。到1998年中期，整个金融市场都已经愈发脆弱了。1998年7月，花旗银行开始抛售原所罗门所持有的部分套利头寸，长期资本管理公司第一次不可避免地尝到了巨额亏损的滋味。俄罗斯金融市场也摇摇欲坠，到1998年8月，形势已经明朗，俄罗斯已经不可能保持卢布汇率的稳定，俄罗斯中央银行宣布延期偿还国内债务(冻结本国货币债项的利息支付)，并宣布卢布贬值。俄罗斯的这一决定成为了引发更大市场危机的催化剂。股票市场的波动率上升，信用等级较高的企业债券/贷款市场濒临崩溃，原本平衡的交易被打破，很多资产丧失了流动性。所有这一切把长期资本管理公司推向了困境，因为很多他们投入了巨额资金的市场开始崩溃。由于华尔街与长期资本管理公司筋骨相连，很多华尔街的银行机构也因此面临困境。不少大型银行机构在俄罗斯的自营业务、利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差价交易、掉期和信贷利差趋同性交易、短期波动性交易，以及给对冲基金和新兴市场借贷人提供信贷支持等方面遭受了重大损失。到1998年8月底，长期资本管理公司已经命悬一线，因为执行偏激的经营战略而损失了5.5亿美元。到9月初，长期资本管理公司总的亏损额已经上升到了令人震惊的25亿美元(1998年以来，其资本金下降了52%)，而投资者抽逃资金、交易失衡，以及市场的波动的现象依然非常强烈。

随着长期资本管理公司的局势在9月持续恶化(9月21日，该基金就亏损了5亿美元)，恐慌的气氛开始在华尔街(和监管当局)弥漫。到9月下旬，随着长期资本管理公司的流动性压力持续增加，美联储的监管人员开始介入对该基金财务状况的调查，他们对长期资本管理公司所持有的巨额仓位无不感到震惊。由于华尔街热衷于帮助长期资本管理公司进行融资，与他们进行衍生证券交易，导致长期资本管理公司的财务杠杆过高，带来了严重的后果。长期资本管理公司的杠杆比率有时高达30倍(例如，40亿美元的净资产，却拥有1 250亿美元的总资产)，更为严重的是，长期资本管理公司还拥有高达相当于1万亿美元的表外衍生证券负债，其实际杠杆比率可能超过300倍。由于长期资本管理公司的规模实在过于庞大，一旦崩溃，将意味着华尔街的其他金融机构需要承担巨大的系统性风险，因而不能让它倒下。无论是监管当局，还是华尔街的银行机构，都意识到了这一点，因此很多社会团体都纷纷献计献策，为长期资本管理公司提供资金支持，帮助其走出困境或安排收购(譬如，高盛、沃伦·巴菲特，以及银行公会都曾提出过方案)。他们迅速而谨慎地采取行动，因为他们知道只要有一个长期资本管理公司的投资组合出现违约，就会引发一连串的交叉违约，推倒华尔街金融业的多米诺骨牌。经过反复的磋商，13家银行组成的银团投入36亿美元的资金收购长期资本管理公司90%的股份，并成立了一个监督委员会，以有计划、有步骤地缓慢释放风险，从而帮助长期资本管理公司走出困境(这样可以避免市场的震动，以及给他们自己造成新的损害)。毫无疑问，银行机构的救赎行动避免了一场或许是空前的金融危机。然而，同样无可置疑的是，他们之所以这样做完全是出于自身的利益考虑，而并非是为了公众的利益，是债权人作为股东以36亿美元的资金承担风险为代价，使长期资本管理



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司成功重组，才使得灾难得以化解；而且，华尔街因为长期资本管理公司而承担的风险非常之大，如果不采取拯救措施，很多银行机构都将受到沉重的打击。亏损持续数周以后，市场逐步开始稳定，长期资本管理公司也开始能收回一些资金。到 1998 年 7 月，该基金的市值增长了 14%，财务杠杆比率也下降了不少，并且能够向投资者分派 3 亿美元利润，向救赎自己的银团偿付 10 亿美元。最终，长期资本管理公司偿清了所有债务，以一种有序的方式结束了自己的使命。

随着事情的逐步解决，针对华尔街的批评也日益减少。但无论如何，是长期资本管理公司这个自作聪明的家伙引发了这一场危机。他们太过依赖于自己的模型了，他们忽视了投资的集中性和非流动性风险，他们利用所有可能得到的财务杠杆，他们偏离了自己的核心业务领域。华尔街也难辞其咎，银行机构渴望追求利润，而放松了自己的风险管理程序。是他们给予了长期资本管理公司过高的财务杠杆，几乎以不负责任的方式给予该基金附条件买回协议、衍生证券、信用信贷，等等；是他们错误地确定风险的价值，以便能从长期资本管理公司的其他业务中获得盈利的机会。他们向长期资本管理公司提供贷款，却不履行适当的信息披露义务（与标准的信贷操作程序相违背）；他们没有要求长期资本管理公司提供担保品，而是过度信奉他们自己存在瑕疵的模型。有时候，他们甚至试图重复长期资本管理公司的投资方式，自己也持有同样缺乏流动性的资产。有时候，银行机构的管理层存在明显的利益冲突，一方面他们本身就是长期资本管理公司的投资人，另一方面他们又身处拯救长期资本管理公司的前沿，以便保全自己的投资[这些人包括：佩恩・韦博(Paine Webber)的唐纳德・马龙(Donald Marron)、美林的大卫・柯曼斯基(David Komansky)、花旗的桑迪・威尔(Sandy Weill)、美林的一些职员、贝尔斯登的一些高级管理人员，等等]。美国总统金融市场工作委员会把此次风险失控的出现归咎于华尔街，批评他们为对冲基金业提供了过高的财务杠杆，他们的模型存在明显的缺陷，并建议直接对衍生证券交易商进行监管（该建议没有实施多久就终止了）。

1998 年，不少银行由于长期资本管理公司，以及其他很多曾经给长期资本管理公司和其他对冲基金公司造成严重损失的业务（例如：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短期股票波动性交易、掉期利率差交易，等等)，而在金融市场犯下了严重的错误。很多银行由于长期资本管理公司遭受了严重的损失，瑞士联合银行损失了6.9亿美元，意大利银行损失了1亿美元，瑞士信贷银行损失了1亿美元，德累斯顿银行(Dresdner Bank)损失了1.45亿美元，住友银行损失了1亿美元，不一而足。而且，部分银行还在其他一些业务领域损失惨重。据报道，瑞士信贷第一波士顿在俄罗斯损失了13亿美元，其中包括通过莫斯科银行业外汇交易所(Moscow Interbank Currency Exchange, MICEX)购买的6.4亿美元远期卢布(风险管理教训之一：不要通过当地的交易机构(例如，莫斯科银行业外汇交易所)对冲当地货币的风险(比如美元对卢布)，一旦情势变坏，两种风险可能一起出现问题)；花旗在与俄罗斯有关的业务以及套利交易中分别损失了6 000万美元和3亿美元；美林由于投资企业债券和优先股损失了近15亿美元；据报道，高盛在跨市场套利自营交易中损失6.5亿美元，等等。这些数据是否真实地反映了实际情况，我们永远都不得而知。其他业务所获得的利润或补贴，一两年甚至五年前所建立起的意外支出基金，可以用来填补上述事项所带来的重大损失，因此，银行机构所遭受到的实际损失可能无法获知。但无论实际的数字是多少，终归是十分严重的损失，会让人对华尔街所谓的高超的风险管理能力产生怀疑。而且，投资者由于对金融市场极其失望，他们大规模地退出金融市场，导致金融市场的资金大幅度地减少；绝大部分大型银行机构的市场价值在9～10月份下降了40%～50%，而且，相当大一部分银行机构花费了1年到1年半的时间才使自己的股票价格走出低谷。华尔街太过于贪婪、太过于依赖模型、风险太过于集中、利益冲突太过于严重、资产流动性太过于缺乏。那一年所有的人都忘记了谨慎的风险管理原则。

* * * * * *

没有控制风险

如果银行没有控制好他们所承受的风险，就很容易在风险博弈中遭受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损失。如果银行机构没有十分明确地规定自己应该要承受多大的风险，或者即使有明确规定，但没有得到很好的执行时，风险控制不佳的情况就容易发生。同样，如果银行机构不能很好地监控他们所承受的风险或者缺乏应有的组织机构防止不正当的行为发生，也很容易在风险博弈中遭受损失。

那些积极地参与风险业务的银行机构，在他们准备进行风险博弈之前，应该要确定自己究竟愿意把股东的多少资金投入风险业务当中。从事银行业务总是要或多或少地承受一定的风险，但最好要在事前就预先确定所承受的风险到底有多大。最基本的就是要确定，如果所有因素同时出现失常，可能会产生多大的损失。如果对风险可能引发的灾难没有清楚的认识，银行就很有可能大规模地承受风险，涉足自己并没有完全理解的风险业务，必定会使自己的投资变得异常复杂、高度集中，而且缺乏流动性，埋下巨额亏损的祸根。而那些纪律严明、运营良好的银行机构的董事会及其高层管理人员，会很好的确定自己的风险偏好，并且非常严格地分配风险资金；所有业务的资金的运用都必须有正当而充分的理由（确保潜在的利润达到一定的水平，并且利润的波动性能得到很好的掌控，等等）。然而，有些银行机构完全忽视了风险控制程序，或者，一旦发现有利可图的潜在盈利机会或客户希望完成某项业务，他们就无视该程序的存在。如果操作规程得不到有效的执行，银行机构也就使自己失去了对风险的控制。这样的事情曾经多次上演，例如，20 世纪 80 年代初期的国际性银行机构、1989～1990 年间的德雷克斯、1990～1991 年间的基德、1994 年间的高盛、1998 年间的美林和瑞士信贷第一波士顿、2001 年间的 J. P. 摩根，等等，而且，通常只有在他们发生了大规模的亏损以后，人们才会知道原来是他们的风险控制出现了问题。如果他们透露，他们在某个市场的投资或某项信贷业务不得不计提数亿美元的交易损失，那么几乎可以肯定地说，一定是因为他们为了获得所谓的“优质客户”或“非常有吸引力的市场机会”，或者是因为他们根本没有遵守风险控制程序，而承受了超过自己所能承受的风险。如果管理层根本没有打算要遵守风险控制的制度和流程，只想任意地承受风险，那么，建立起一个风险管理的框架以控制风险，就没有多少实际意义。

有时候，银行机构的风险业务最终发生亏损，是因为他们的内部控制过于松懈，使得交易人员能够虚报交易价格或者隐瞒场内交易中的亏损（事实上，这些损失常常是由于操作失误或者悬挂账户引起的，除非发生了亏损，一般不会有人发觉）。大部分的银行都有完善的内部控制系统，能够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阻止行为不轨的人员利用控制体系的漏洞，通过安排虚假交易或者杜撰虚假的交易价格粉饰自己的盈利状况。然而，如果银行机构的内部控制系统存在缺陷，而且其交易部门存在图谋不轨的家伙试图趁机牟利，那么问题就可能出现。这有可能源于某个交易人员错误地建立了仓位，他们为了弥补自己的过失，而进行未经授权的交易(比如超过了内部规定的限度，或者没有取得客户的授权)。由于为了弥补某种漏洞而进行的交易很少能奏效的，因此，损失反而可能会成倍增加，并使损失(和谎言)愈来愈大。这些为了弥补操作失误而隐藏的账户可能随着某些根本无人知晓的不正当交易而在瞬间爆发。因此，银行机构又相当于坐在一颗定时炸弹上，一旦爆炸，触目惊心的一幕就会呈现在人们眼前：银行机构的管理似乎失去了控制、内部控制体系完全没有起到应有作用、员工的士气受到严重打击、监管机构忧心忡忡，银行机构的投资者又一次遭受损失。以前文提到过的美林所遭受的 3.77 亿美元损失为例。他们不但没有很好地理解 IO(只付利息)/PO(只付本金)产品的风险特点，而且针对该项业务的内部控制也相当薄弱，这给了交易人员豪伊・鲁宾(Howie Rubin)可乘之机。事情的经过大致如下：鲁宾买入了 9.35 亿美元的资产抵押证券，然后把它们进行了分割，把 IOs 出售给了储蓄借贷机构，而保留了 POs，虽然这些交易在鲁宾获得的授权范围之内，但这种交易无疑是在豪赌利率下降(而且，即使是那些抵押资产证券的研究分析人员，也对 PO 的敏感性程度知之甚少)。紧接着，鲁宾在没有告诉任何人的情况下又一次买入并分割了 8 亿美元的资产抵押证券。操作的手法和上次一样，把 IOs 出售给储蓄借贷机构，而保留 POs，不同的是，由于这一次鲁宾的操作超出了授权的许可范围，这部分 POs 被他私自留存在场内交易部门没有交易。随着利率上升，美林最终在自己的交易部门而非计算机交易系统发现了鲁宾私自留存的 POs，但此时损失已经不可避免。美林蒙受了 3.77 亿美元的亏损，而鲁宾则已经离开了美林，跳槽到了贝尔斯登。显然，并非只有美林蒙受过此类损失，还有很多银行机构由于存在明显的内部控制漏洞而遭受了不菲的损失。巴林银行，由于其邪恶的交易员尼克・里森(Nick Leeson)未经授权而大量持有日经指数证券、欧元以及日本政府债券的头寸，而损失了 14 亿美元；完全第一银行(Allfirst)，由于外汇交易员约翰・鲁斯纳(John Rusnak)未经授权进行美元/日元的外汇交易，而损失了 7 亿美元，基德・皮博银行，也由于分割式证券交易员乔・杰特(Joe Jett)从事虚假的国债分割业务，而损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失了4亿美元；国民西敏银行(NatWest RBS)，由于掉期业务交易员基里亚科斯·帕普斯(Kyriacos Papouis)和尼尔·道奇森(Neil Dodgson)过高地评估了德国马克对英镑的掉期交易业务，而损失了1.35亿美元；大和银行(Daiwa Bank)，由于其邪恶的交易员井口俊英(Toshihide Iguichi)通过纽约分行进行未经授权的国债/期权交易，而损失10亿美元；华友银行(Chemical Bank)，由于交易员维克托·戈麦斯(Victor Gomez)未经授权进行墨西哥比索交易，而损失了7 000万美元；澳大利亚国民银行(National Australia Bank)由于未经授权的外汇交易而损失了3.6亿美元，如此种种不一而足。因此，人们不禁要问，由于内部控制失灵而引发的、没有被公开披露的损失究竟还有多少？因为很多小规模的损失，比如1 000万美元、2 000万美元或者5 000万美元，银行体系完全可以自行消化，根本不会让外人知晓。然而，有谁愿意听到这些负面的消息呢？

* * * * * *

体系中的幽灵与虚幻的利润

基德·皮博(Kidder Peabody)，一个人们耳熟能详的名字，也曾有过数度辉煌的时刻。最为辉煌的时刻，无疑要数超级巨头通用电气对它的收购。但后来事实证明，对通用电气而言，这无疑是该公司当时最为糟糕的一次收购。为什么这么说呢？因为基德·皮博管理不善，承受的风险过高，而且内部控制体系不健全。这一系列的问题纠缠在一起，导致基德·皮博出现了巨额的亏损，通用电气最终不得不把该银行的部分业务出售给佩恩·韦博，并关闭了剩余的业务，基德·皮博就此安息！

接下来，简要地回顾一下基德·皮博灭亡的过程。20世纪80年代，基德是投资银行业还算是不错的一家机构，在并购业务领域的表现尤其出色，即使在其投资银行家马丁·希格尔(Martin Siegel)被控进行内部交易而受到责难以后，也仍然如此。而且，如前文所述，基德还是担保抵押债券市场(CMOs)非常重要的参与者。事实上，他们是该市场的最主要推动者，并获得相当大的市场份额(然而，后来事实证明，他们过度从事担保抵押债券业务)。而且，他们占据分割式债券市场的霸主地位长达数年之久，是政府债券重构市场(重新组合已经分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

割了的债券的息票和剩余的本金，以赚取利润)最大的投资银行机构，并击败过所罗门和美林等政府债券交易巨头。基德是如何在政府债券重构市场获得如此突出的优势的呢？这要归功于该机构一名名叫乔·杰特(Joe Jett)的交易员、一个对银行所进行的业务不甚了解的管理团队、一系列松散的内部控制措施，以及糟糕的交易和结算体系。总之，所有这些因素的有机结合，决定了基德走向灭亡的命运。

杰特于20世纪90年代初期加入基德，从事政府债券交易。无论如何，他最初的表现都并不突出，并在不同交易部门之间频繁调换工作。1991年，他最终选择了政府债券重构交易部门，希望能够从组合并出售各种分割式证券中获得盈利的机会。要想在证券重构业务中获得利润，就必须能够向其他各方销售重构以后的一揽子证券，并且销售价格在除去必要的融资成本以外，还能高于单个证券的价格加总之和。因此，尽管那些极其敏锐的人有可能从中获利，但该项业务通常不被人们所看好。但不知为什么，杰特那时就能从他的证券重构业务中获得相当不错的收益，并且，随着时间的推移，他获得的收益越来越多。经过两年的证券重构业务交易，到1993年，他为基德赚取了超过1亿美元的收益，也为自己获得了900万美元的奖金(甚至，他还被基德评选为"年度人物")。但是，杰特的上司们应该不是忙着给予杰特奖金和奖赏，而是首先应该去深入地调查一下，在一个众人都不看好的、利润微薄的业务领域里，杰特到底是通过什么样的方式获得了如此高的收益[正如巴林银行尼克·里森(Nick Leeson)的上司，本应该质疑他在指数套利交易中是如何赚取如此大的收益一样]。基德财务人员本应该仔细研读和分析银行的利润报表，并对银行的资产规模产生怀疑。而基德审计人员也本应该对该项业务相关的内部控制程序进行严密监控。然而，没有任何一个人履行上述职责。

那么，杰特到底是如何赚取利润的呢？事实上，他根本就没有赚到一分钱，他仅仅是利用了银行交易系统(具有讽刺意味的是，通用电气曾经还公开宣称这是"业内领先的操作平台")所存在的漏洞。问题在于该交易系统无法处理证券重构业务，因此，所有的证券重构业务，在账务处理上都不得不按购入分割式证券的账面价值和卖出重组以后一揽子证券的账面价值分两笔记录；每一种分割式证券都相当于一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种应计利息的零息票债券。在基德的这一交易系统中，会计部门允许这些证券在5日内进行清算，由于这些证券在入账时是以当时的市价计算的，而卖出的价格则是T+5以后的价格，也就是说卖出时的价格要高于买入的价格。这样一来，基德的交易系统使得杰特自然而然地获得了利润，一种虚假的利润，因为这种利润其实根本就不存在。但是这种利润是暂时的，最多只能持续5天，清算日一到就不复存在。杰特对这一切都十分清楚，并找到了利用这一漏洞的机会，通过增加重构证券的交易量，就能使得这些虚幻的利润看起来与真实的利润一样，也就是不断以新的交易所产生的利润代替以前交易所产生的利润，反复如此就能使这种虚幻的利润得以持续。这意味着，杰特会不断增加基德所持有的债券仓位，推动基德的总资产不断膨胀，但是，这是一种风险博弈。而且，当银行的会计处理期间从5天延长到几个星期后，杰特就能更加得心应手地玩这种虚增利润的把戏。

到1994年初，基德每个月所产生的平均账面利润接近1 000万美元。但此时，杰特所进行的证券重构业务的交易量已经十分庞大，通用电气的一位高层管理人员（值得注意的是，并非基德内部的人员）对基德账面上为什么会有高达420亿美元的分割式证券产生了怀疑。但是，他们的怀疑并没有得到合理的回应，于是通用电气下令大规模地出售这些证券，杰特的交易策略由此被揭开。随着该银行审计人员和会计人员对这些业务调查的深入，他们才发现事件的可怕性，不但1992年到1994年所产生的3.48亿美元账面利润纯属子虚乌有，而且还亏损了8 300万美元，大部分是由于杰特不断地以更高的价格购买分割式证券而产生的。更具讽刺意味的是，由于杰特对分割式证券的需求过于庞大，基德的证券债券交易部门还曾被迫以极高的融资成本从别的交易商那里采购证券，该银行也被迫调低了4.31亿美元净利润。最终，杰特被解雇并提起诉讼（虽然被指控欺诈罪被宣判不成立，但他被判定返还所得到的奖金），其他很多没有尽到监管职责的相关高层管理人员也被解聘[银行本身也由于在担保抵押债券（CMOs）业务上的持续亏损而倒闭]。所有这一切起源于该银行体系内存在一个致命的幽灵，而且正好被不正当的交易员发现，并加以利用。

* * * * * *

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

松散的内部控制可能导致银行机构在人力资源、技术和组织结构等很多方面出现问题。例如，银行机构的员工可能无法跟上那些极具进取心和创造能力的银行创始人的步伐。华尔街的某些业务晦涩难懂、非常复杂，需要严密的技术。如果财务人员、审计人员、风险管理经理人员和内部控制人员都缺乏相关的经验，不能很好地理解这些业务，或对这些业务提出质疑和挑战，就很可能难以洞悉业务的真谛。如果他们的业务技能不甚精湛，就很难发现问题或提出适当的问题，而那些一线的操作人员却能相对轻松地发现业务中所存在的问题，并加以利用。而且，内部控制人员还可能未战先怯。比如，如果某位年薪达 7 位数的交易员因为交易的价格或一项复杂的结构性证券的价值与一位年薪仅 5 万美元的财务人员发生了争执，那么谁会在争执中获得胜利呢？或许，财务人员只有垂头丧气地回到财务部门，低头认输的份。而一旦这种情况出现，所有的内部控制措施都可能失效，交易人员在相当大的程度上可以为所欲为，而这就是导致问题出现的原因之所在。银行机构处理风险业务的政策可能会前后不一致（意味着存在内部套利的可能性），或者没有就某一特殊问题作出完整的阐述，此时，几乎可以肯定，那些存在不正当念头的、狡猾的交易人员会很快发现这些不一致性或漏洞，并加以利用。

有时候，银行机构忽视了对自己所承受的风险的监控，并非是因为风险过于复杂，而是因为人为的过错。例如，20 世纪 60 年代，随着外汇交易量的持续攀升，很多经纪机构不能准确地确定自己到底拥有什么、不拥有什么，或还有什么负债。高达数十亿美元的证券没有或无法兑现（例如，1969 年，没有兑现的证券最高的时候高达 40 亿美元），这把很多经纪机构拖下了水[皮卡德公司（Pickard ）是遭受损失最为严重的一家，但同时遭受损失的还有数百家更小的经纪商]，并使得很多机构被迫进行毫无意义的重组[例如，卡特（Carter）、伯林德（Berlind）、威尔・李维特（Weill & Levitt）收购海德・斯通（Hayden Stone），美林收购古德伯第（Goodbody）]；曾经令人尊敬的雷曼也由于其股票账户中有 6 亿多美元证券无法清偿，而在监管机构的严密监管下被迫关闭。所有这些灾难之所以发生是因为，随着银行业务的不断扩大，银行逐渐失去了对业务的控制。20 年以后，仍然有银行机构未能很好地控制好自己的业务。譬如，1982 年，大通银行由于未能很好地监控自己的业务而损失了数亿美元。事情的经过大致如此：小型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券经纪机构——德莱斯代尔证券公司(Drysdale Securities)当时正热衷于通过大通银行与华尔街进行不署名的逆向附条件买回协议(reverse repurchase agreement)交易(德莱斯代尔面向大通银行,而大通银行面向华尔街);显然,大通银行的相关人员忽视了这样一个事实:即使是开放式的、不署名的逆向交易,也必须受到严密的监控,而且也应该有一定的限度。当华尔街的金融机构发现了德莱斯代尔承受的开放式逆向附条件买回协议交易额高达40亿美元时,市场的挤兑行为被引发了。最终,德莱斯代尔被迫清算了所持有的头寸,导致其亏损额超过30亿美元,远远超出了德莱斯代尔所拥有的资本。华尔街的金融机构不再指望德莱斯代尔能够弥补他们的损失,而直接向大通银行索偿,因为从法律上讲,大通银行负有保证兑现的义务。当大通银行的管理人员发现自己与德莱斯代尔的交易竟然高达40亿美元时,不免有些震惊。最终,大通银行被迫承担了2.5亿美元的兑现义务(其他5 000万美元由其他一些相关的银行兑现)。不言而喻,并非只有大通银行忽视了监控自身正在进行的业务,绝大多数银行机构都发生过类似的损失,即使在当今这样一个银行机构已拥有良好内部控制体系进行自我监控的时代,也是如此。

有时候,银行不能有效地防控风险是因为存在技术上的不足。良好的数据和操作技术是银行生存和发展的根本,当他们需要在广泛的市场上快速地进入或退出交易,并在全球范围内与相应方进行业务往来的时候。如果他们不能对自己所买入、卖出、买空或对冲(以及与谁进行)的证券进行有效的监控,他们就有可能遭遇麻烦。惟一能使他们真正地对业务进行有效监控的方式就是依赖技术手段。然而,极为常见的现象是,交易人员开发新产品或新业务的能力会远远超出技术所能处理的范围,也就是说有些业务可能难以适当地囊括到操作系统当中去,部分业务可能会被错误地评估,甚至被忽视,而这当中的任何一个失误都有可能导致问题的出现。大多数的银行机构都曾出现过诸如此类的问题(部分银行机构至今仍然面临此类问题),并使他们遭受过严重的损失。例如,从20世纪80年代中期到20世纪90年代初期,所罗门完全失去了对风险的控制。他们当时持有大量的头寸,承受着巨大的风险,却几乎没有什么技术手段对风险进行控制。由于技术严重匮乏,他们总是无法准确地知道自己所面临的风险到底有多大,对自己所持有的衍生证券的价值评估方面也存在相当大的困难,管理层无法正确地理解银行所面临的风险状况,也无法提出处理风险的有效方案。事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实上，等到他们最终决定，对自身的风险状况进行一次系统性检查时，事情已经变得相当糟糕了，他们发现其纽约和伦敦的业务操作中已经积聚了巨额的亏损，1989～1993 年间累计亏损了 2.81 亿美元。由于技术上的不足而蒙受损失的不仅仅只有雷曼，同样的事情也发生在美林、完全第一银行、巴林银行、基德银行、瑞士联合银行、国民西敏银行、J. P. 摩根大通，以及其他一些银行机构当中。

组织机构上的缺陷也可能导致内部控制问题。前台的收益创造部门员工可能在一定程度对后台的支持部门的员工形成控制关系，要求后者按照自己的要求行事。尽管收益创造人员不应该对财务/操作部门的员工施加任何影响(例如，确认交易单据、起草法律文书、批准信用额度、重新评估交易价值、补充外汇交易保证金和账户资金，核实外部交易价格，等等)，但这样的事情仍然一而再、再而三地发生(例如，1995 年，巴林银行；1997 年，瑞士联合银行；2001 年，完全第一银行)；而这无异于让黄鼠狼钻进了鸡窝。

* * * * * *

从新加坡到巴尔的摩

华尔街的错误和过失已经一次又一次地表明，保持银行机构前台和后台功能上的独立是多么之重要。如果银行机构不能很好地把销售人员与内部控制人员的职责分离开来，独立的监察和制衡就会成为空谈，这会为那些试图利用内部控制漏洞的人提供机会，一般而言，会造成严重后果。巴林银行与完全第一银行就是两家经历过此类问题的银行，两者总计损失了 20 亿美元。

巴林银行是一家英国的老牌商人银行，拥有非常强大的企业理财业务部门，20 世纪 80 年代开始涉足期货业务，并在伦敦、纽约、东京和新加坡为客户提供期货交易服务。到 20 世纪 90 年代初期，该银行的期货业务发展势头非常良好，在市场中得到了相当程度的认可。此时，巴林银行伦敦分行的期货清算专家尼克·里森(Nick Leeson)被派遣到新加坡的分行，以监管亚洲的期货清算业务。不久以后，他就又被授予了新的职责，负责经营该行新加坡国际货币期货交易所(SIMEX，现已并入新加坡证券交易所)的期货经纪业务，但银行到底是出于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何种考虑做出此种安排，至今尚不甚清楚。然而，这相当于同时赋予了里森主管巴林银行新加坡分行前台的交易业务和后台的监管业务的权利。这当中存在何种不妥当呢？不妨简要回顾一下期货经纪人所应该做的工作：期货经纪人接受客户的交易指令，在交易所中执行该交易指令，同时代表客户提交期货交易保证金，并收取一定的报酬。期货经纪人还要在不断变化的市场中监视客户所持有的头寸，在必要的时候要求客户增加保证金，或者客户交易获得了盈利，告知客户可资利用的剩余保证金。因此，如果操作得当，期货经纪业务是一种低风险、低利润的业务。当然，有时候，期货经纪人员在执行客户交易指令时可能会产生操作失误，或者可能会与客户在某些交易的执行情况上存在争议。但是，存在争议和操作性错误的交易，一般而言都会得到快速的处理。而且，期货经纪业务的操作流程一直趋于平稳，因而该项经纪业务被认为是一项风险相当低的业务。接下来，把目光转回到 1992 年下半年，当时里森在新加坡国际货币期货交易所由于操作失误，而持有了不适当的日经指数期货合约。但他们不是迅速进行平仓，而是把这些头寸转移到一个未经授权的、系统外的“遗误账户”上（也就是如今声名狼藉的“888888”账户），希望能通过更多的交易弥补失误所造成的损失。值得注意的是，当时里森已经同时主管前台的交易部门和后台的清算部门的工作，因此，他几乎可以为所欲为。但是，他的计划并没有实现，相反，他所持有的头寸及其所造成的损失越来越大。到 1993 年年末，他已经损失了3 700万美元，到 1994 年 9 月，损失又增加到了8 700万美元，而且，一直到 1995 年年初，损失还在不断攀升。

由于里森在巴林银行内部颇受重视，他总是能不断地说服巴林银行伦敦总部的官员，为其所持有的、迅猛增长的期货交易仓位，向新加坡国际货币期货交易所追加交易保证金。1994 年下半年，他成功地从巴林银行伦敦总部获得了 2.25 亿美元的交易保证金支持，而且，这一数字在 1995 年 1～2 月间曾达到令人震惊的 11 亿美元（相当于巴林银行的总资产的 1.7 倍），所有这些期货交易仓位都没有得到巴林银行总部或当地监控人员的监控，因而未能采取适当的调控措施。最终，里森所持有的仓位、由此造成的损失，以及所要求的保证金都已经非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常庞大，因而无法再继续隐瞒。尽管如此，里森还是打算最后一搏，1995 年初，里森大量抛售跨式组合期权(starddles，具有相同履约价格的买入期权和卖出期权的组合)，以换取资金，缓解保证金催交压力，试图继续隐瞒真相。但是，要想在短期跨式组合期权交易中获利，条件之一就是市场状况要相对平稳。然而，不幸的是，1995 年 1 月 17 日，日本神户发生了 7.2 级的大地震，日本股票市场随之大幅度下滑，这彻底粉碎了里森试图掩饰其欺诈性交易的计划。随着市场状况的下滑，市场的波动性在接下来的几周中陡然增大，里森的跨式组合期权交易因此损失了 1 亿美元。几周以后，日经指数再次遭受重创(而日本政府债券却出现了反弹，里森同时也持有该类债券的期权仓位)，又使得里森蒙受了 2.25 亿美元的损失。里森的诡计终于暴露，于是驱车潜逃至马来西亚，最后，在抵达法兰克福机场时被拘捕。与此同时，巴林银行在金融市场已经毫无信用可言，仅依靠自己的力量已经难以为继。英格兰银行试图主持巴林银行的出售活动，但是遭遇了重重困难，因为没有人知道“888888”账户所持有的头寸可能带来的损失到底有多大。有多家银团也曾试图设法确定巴林银行的负债程度到底如何，但他们并没有获得满意的结果，出于对巴林银行潜在债务的担心，他们拒绝为巴林银行投入资金。最终，国际荷兰集团(ING)成为了惟一家竞购巴林银行的买家，从而得以量化巴林潜在的损失程度。国际荷兰集团依据自身的分析，决定在承担巴林银行所有债务的基础上，以 1 英镑的价格收购巴林银行，从而获得巴林银行的控制权。在损失状况被核实以后，巴林银行的实际资产负债状况浮出水面，当时所剩余的资产价值 6.38 亿美元，但亏损额度接近 14 亿美元，净资产价值—6.5 亿美元。接手巴林银行以后，国际荷兰集团又向其注入了 3.7 亿美元资金，整个并购相当于付出了 10 亿美元的代价。

回顾了整个事件以后，就可以十分清楚地发现，巴林银行的内部控制程序、治理结构，以及管理层监控体系，全都没有发挥作用。里森无论是对前台业务还是后台业务，都拥有绝对的控制权，这为他进行财务造假提供了方便；巴林银行的金融交易控制人员、财务人员，以及风险管理人员对里森增加交易保证金的需求，以及他所创造的非同一般的“利润”(在两年半的时间内盈利8 500万美元)，从来没有提出过质

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

疑。其实，这些不正常的盈利早已经敲响了警钟，因为如果是传统的期货经纪业务，根本就不可能获得如此高的收益。最终，里森被判有罪，并在新加坡监狱服了一段时期刑，同时，他的部分上司也受到了监管部门的处罚。而巴林银行则完全被国际荷兰集团所合并，逐步退出了历史舞台。

联合爱尔兰银行（Allied Irish Bank），是爱尔兰最大的商业银行，20世纪80年代中期，它通过收购美国中东部的一家银行，而进入美国市场，该银行也就是如今众所周知的完全第一银行。完全第一银行在马里兰州及其周边的地区的存贷业务还算不错，而且，其小额外汇交易业务也颇有特色。该银行的业务一直较为成功，但2002年初，联合爱尔兰银行的管理上也出现一个类似于巴林银行的“炸弹”，该银行巴尔的摩(Baltimore)的外汇交易人员约翰·鲁斯纳(Jonhn Rusnak)在长达5年之久的时间里通过操作内部控制程序，使该银行总共蒙受了6.91亿美元的损失。当时，作为外汇交易员的鲁斯纳（必定是和里森投机日本股票市场一样，在外汇交易投机中不慎出了错）认为日元相对美元会走强，因而不断地建立美元/日元的远期外汇交易仓位，并超出了每天最多亏损250万美元的授权上限。而且，当他所持有的仓位发生亏损时，他非但没有坦白承认错误，而是通过伪造期权交易来掩盖自己的错误。

在这5年中，尤其是最后的一段时间里，鲁斯纳所投下的赌注越来越大，而且交易的策略也越来越疯狂[例如，他以深内价(deep-in-the-money)抛售当日外汇期权，然后再买入相同的、到期日在一个月以后的期权，这无疑会使银行遭受损失，只是推迟了确认损失日期]。一些华尔街经纪机构，对这家来自巴尔的摩小型地方性银行，在外汇交易市场的交易竟然如此活跃的状况，不禁觉得十分奇怪，但是绝大部分机构还是继续与其进行交易。不言而喻，联合爱尔兰银行设在都柏林的总部根本没有获悉这些信息，直到鲁斯纳无法继续隐瞒自己的损失为止。他对自己的罪恶手段供认不讳，银行也坦白披露亏损信息，并向自己的股东道歉。事后的调查表明，该银行的内部控制体系存在太多的不足：拙劣的风险管理、无效的审计、形同虚设的风险管理系统、没有协调并确认交易、交易员利用自己确定的价格评估所持有的头寸、交易操作人员恣肆无忌，等等。可以说，在风险业务监控中可能出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现的过错，该银行都出现过。最终，鲁斯纳被判入狱，联合爱尔兰银行被迫以30亿美元的价格把完全第一银行出售给了M&T银行，从而退出了美国市场。但是，华尔街也难辞其咎。2003年，联合爱尔兰银行向花旗银行和美洲银行提起诉讼，理由是鲁斯纳在进行虚假交易时，两家银行没有要求他提供保证金（而这本可以使得联合爱尔兰银行更早地发现鲁斯纳所造成的亏损），从而间接协助鲁斯纳实施了其欺诈计划。而花旗银行和美洲银行则辩称他们是清白的。事后巴尔的摩的外汇交易市场的交易量又恢复到了此前的正常水平（几乎不存在多少交易）。

* * * * * *

人们通常认为，华尔街对风险研究和风险管理应该是非常精通的。但实际情况却是，银行机构在风险业务中所存在的问题，以及所遭受的损失，远比一般人所想像的要多得多。而且，这种损失并不是指从事风险性金融业务过程中可预期的正常损失，因为银行在风险业务经营中遭受一些正常的损失并不足为奇。这里所讨论的损失，是指那些超出正常损失以外的损失。显而易见，金融机构其他业务领域良好的业务和收益可能会掩盖部门存在的问题；挪用储备资金以及操纵利润报表也可能掩盖某些漏洞（关于如何使用，以及何时使用储备资金，有明确的规定可循，但银行机构仍然想方设法改变这些资金的用途，以尽可能地掩饰对自己不利的事情）。除非损失确实相当惨重，银行机构才有可能被迫承认自己遭受了严重打击，而且，即使在这种情况下，银行机构所披露的损失也可能仅仅是实际所发生的损失的很小一部分。

注释

1. Institutional Investor, ed. , *The Way It Was* (New York: Institutional Investor, 1988), p. 87.
2. J. Brooks, *The Go-Go Years* (New York: Ballantine, 1974), p. 259.
3. J. P. Morgan Chase, Annual Report 2002.
4. F. Partnoy, *Infectious Greed* (New York: Times Books, 2003), p. 31.
5. Institutional Investor, ed. , *The Way It Was* (New York: Institutional Investor, 1988), pp. 418—419.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二篇

幕后探源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　内在的缺陷

前面数章都在探讨华尔街所有可能而且确实出现的过错。我们列举了一些华尔街在现实生活中所出现过的错误和过失（并且多次不厌其烦地指出，这些案例，仅仅是诸多案例中很小的一部分），并同时指出，这些问题的出现常常会危害到许多不同的利益相关方。此外，我们也较为宽泛地指出了造成这些损失的原因：意外失足和明知故犯。现在是更深入地详细分析这些原因的时候了，以探悉华尔街意外失足和故意犯错的内在原因。到底是什么特别的因素导致了华尔街出现过失和错误？这种失误为什么如此频繁地发生？只是与个别的企业相关，还是系统性的？或者都是？理解了这些问题，我们才可以找到华尔街出现过失和错误的根本原因，并为本书第三部分探讨可行的对策奠定基础。毕竟，我们不应该只是发现问题、诊断问题，然后就把目光转移到了别处，我们希望找到可行的方案来帮助华尔街解决所存在的问题。

本部分所要探讨的就是问题的诊断。或许您已经意识到，华尔街的许多问题都是他们咎由自取的结果，因为很多问题都是由于华尔街存在内在的缺陷，如某些金融机构或业务部门，以及金融机构的员工存在问题。然而，华尔街并非在真空中运行，很多问题都是由于外在的力量（独立于金融机构之外运行的力量）所导致或加剧的。本章将探讨导致华尔街出现过错的内在因素，下章则探讨外在因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果仔细考虑所有导致华尔街出现过失、粗暴对待客户、虚假报告、欺诈，以及其他一些严重问题的内在缺陷，就可以发现，它们大致可以被分成三大类：无效的公司治理、糟糕的管理和拙劣的技术/内部控制。任何一类问题的出现，都足以把华尔街引向歧途，如果三类问题同时出现，问题就有可能变得非常严重，事实上也确实如此。

缺陷#1：无效的公司治理

公司治理是一个相当动听的名词，它泛指维护金融机构利益相关各方的行为。包括投资者、债权人、客户、供应商、监管机构在内的相关各方，以及很多社会团体，都与金融机构的成功持续经营有着密切的联系。因此，多年以来，人们已经制定了不少规章、法规、法律和道德准则，以确保金融机构尽职尽责地维护各利益相关方的利益。这样，您就可以很放心向某一企业投资，或者借贷资金给它，或者使用它的产品与服务，而不必担心您的钱财是否安全，您将按季度及时收到股息，或者如约定及时收获您所购买的产品或服务，因为很多良好的机制能确保所有这一切得以实现，至少在理论上是如此。但在实际操作中，公司治理机制频繁地出现问题，或者因为公司治理框架的构造不甚合理，或者在运作过程中很多方面没有得到足够的重视。糟糕的公司治理并非只有华尔街才会出现，其他行业的企业也可能(确实)出现。事实上，过去几年来，华尔街所发生的几桩最为严重的丑闻，都是源于客户企业糟糕的公司治理机构(例如，安然、世通和泰科)。但既然所探讨的是华尔街，本章就仅限于探讨华尔街所存在的糟糕的公司治理。糟糕的公司治理常常把华尔街引入歧途。

良好的公司治理意味着董事会的董事应该完完全全地代表股东的利益(毕竟，董事是股东的代理人)，股东的利益和高级管理层的利益应该协调统一。董事和高级管理层应该对他们自己的行为负责，不应该在追逐利润的过程中损害股东的利益，并且企业的各项经营应该得到谨慎的管理和稳健的控制。要探悉华尔街为何会在公司治理方面出现差错，并最终导致意外事故和明知故犯行为的出现并不难。接下来就让我们更加详细地逐个阐述其中的缘由。

首先，董事会成员未必名副其实地代表了股东的利益。譬如，他们可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能会支持银行机构管理层的某项特殊业务，即使该项业务并不与股东的最佳利益相符（这意味着他们可能会因为违犯了忠实和谨慎等法定责任而被起诉，也就是说，董事们必须确保他们所知晓的每一项决策都增进了股东的利益）。在过去的几年中，此类事件已经发生过好几次，比如同意以巨大的溢价进行昂贵的收购；批准与银行发展战略并不完全相符的大规模扩张和人员招聘计划；不同意把银行机构出售给其他金融机构，即使被收购的溢价非常具有吸引力，并且该项出售计划肯定会对投资者有利；拒绝更换把银行机构引上歧途的高层管理人员。如果董事会成员本身存在利益冲突、不受约束，或缺乏任职的能力，如果他们与管理层的关系过于密切，或者如果他们更加专心自己地位的提升，所有这些问题都可能出现。

第二，股东和管理层的利益可能不一致。协调两者利益的最好方式之一就是，只有在管理层为股东创造了良好价值的情况下，才给予管理层可观的薪水。如果银行机构的股票价格不断攀升，对各方都有利，因此，为何不把管理层的薪酬与银行长期可支撑的股票价格水平相联系？有时候，华尔街确实采用此种薪酬支付方式，但更为常见的情况是，不论银行股票的价格如何变化，管理层都得到了大笔的薪金，而这意味着股东和管理层的利益不一致。即使银行在进行大规模的裁员，或正遭遇营业收入的下滑，或蒙受了巨额的交易或信用风险损失，甚至陷入了某项华尔街的丑闻，管理层所获得的薪水仍然相当丰厚（难道巨额薪资是对管理层“设法度过糟糕的经营环境”的回报?）。薪酬与经营业绩毫不相关的例子俯拾皆是，贯穿于华尔街的整个发展历程，只不过在 20 世纪 60 年代变得更加明显，并在此以后越来越普遍而已。在过去的三十年中，华尔街管理层的薪酬经历了急剧的增长，而银行机构的股票价格却并没有相应地增加。情况在新千年以后也并没有出现改观，即使发生严重的市场危机以后，经营业绩极其糟糕，存在有明显的不正当行为的情况下也是如此。举例来说，2002 年，由于当时的经营环境不甚理想（交易额很低，几乎没有并购和首次公开发行股票业务），而且出现了大量的呆账冲销（由于自营业务损失、贷款无法收回，以及诉讼纠纷），华尔街投资者眼睁睁地看着他们所持有的华尔街的股票大幅度缩水，但华尔街的高层管理人员却仍然得到 7 位或 8 位数的奖金。美林的首席执行官和总裁分别获得了1 400万美元，高盛的首席执行官获得了1 200万美元，贝尔的首席执行官获得了2 000万美元，花旗的首席执行官获得了1 800万美元，斯坦利的首席执行官获得了1 100万美元，雷曼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的首席执行官获得了1 250万美元，尽管他们进行了裁员，但却没有获得令人满意的盈利状况，有些还卷入了前文所提及的丑闻。虽然J. P. 摩根的总裁因为股东投资的资本亏损了37.5%，使自己的薪资下降了500万美元，但他仍然赚得1 140万美元的惊人收入(其中包括促成J. P. 摩根和大通"成功"合并而得到的500万美元的"兼并"奖金)。所有这些传达了一个怎样的信号？一个坏信号，也就是说，即使银行机构的高层管理人员负有为股东创造价值的责任，虽然他们没有尽到此责任，却仍然能够中饱私囊。这显然是一种高层管理人员获利，而股东赔本的状态，其原因主要是公司治理机制没有发挥应有的作用。无论市场状况和银行机构的具体业绩如何，这些董事会的薪酬委员会仍然会给予高层管理人员大笔的奖金[公平地说，也有一些例外，少数银行机构的高层管理人员会因为没有获得良好的业绩而被降低薪资，譬如嘉信(Schwab)的两名最高层管理人员因为没有实现盈利目标而在2002年被取消了奖金，并要求返还3年的股票期权，遗憾的是，这种情况只是个例，而非成规]。

当然，获得可观薪资的并非只有高层管理人员。投资银行家、交易员、销售人员和经纪人等收入创造部门的资历较高的人士，因为是他们为银行机构创造了收益，也获得了较高的薪酬。这些家伙得到了大笔的金钱，有时却根本没有考虑他们所带来的业务的质量。虽然从华尔街较为怪异的方式来看，有些薪酬的支付或许是合理的，但绝大部分并非如此，薪资的发放与价值的持续性没有必然联系，并且与所创造的价值大小及价值所产生的时间也不相匹配。譬如，某个自营业务交易员为所在的银行机构进行了大量的长期性交易，这些交易的实际收入要到多年以后才能得以确认，但他却能按照交易的现值计算交易量，也就是说他当时就能获得相应的薪资，却把交易的风险留给了银行，因为这些风险完全可能要延续到下一个十年才会完全释放。又譬如，投资银行人员为某个客户企业进行债券发行业务，虽然该企业后来未能如期偿还债券，债券的购买者甚至银行机构都因此蒙受了损失，而该投资银行家却提前获得了全部薪资。再譬如，经纪人只要能够承接一项业务，就能提前获得业务奖金，然后再按该业务所产生的毛收入获取报酬。而这无异于雇主完全为他们的行为买单(例如，更换工作不存在影响经济收入的风险)，他们却用尽全力醉心于销售风险性金融产品，以大幅度地提高交易量。如果交易出现了问题，而且客户遭受了损失，经纪人并不会受到多少实际影响，因为他们已经按照他们所发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的业务量获得了薪酬，而与客户交易的业绩无关。值得注意的是，许多华尔街机构以股票期权的形式支付一部分薪酬，这对于协调各方利益关系很有好处，虽然有些机构发放期权时极为随意，把原本属于股东的相当大一部分财富转移给了自己的员工。银行机构的投资者能够意识到到底有多少属于他们的财富被因此转移了吗？或许意识不到[除非仔细阅读年度财务报告(10－K Filing)不引人注意的脚注]，但当利润表最终反映出这些期权所吞噬的利润时，他们总会意识到的。如果薪酬的支付过程与它应有的现实情况以及利益关系不相协调，金钱就是他们惟一看重的东西；不择手段地攫取金钱，本就是某些人既定的策略，这会损害华尔街利益相关者的利益。

第三，缺乏责任感。董事会成员对股东负责，高层管理人员对董事会负责，这样才有助于保护股东的利益以及他们所投入的资本。因此，如果银行机构从事不正当业务时被逮住，或者由于过度承受了风险而在交易中蒙受严重损失，或者由于违犯监管规则而遭受集体诉讼的困扰，或者最近的一项涉及数十亿美元的战略扩张付诸东流，那将会出现什么问题呢？通常什么问题也没有，这就是缺乏责任感。银行机构的高层似乎无人对所产生的问题和损失负责(尽管，当人们开始追究这些问题和损失的根源时，很多都要归咎于底层的员工)。当出现严重的问题时，那些导致数亿美元损失的人，比如高级投资银行人员、交易人员或风险管理经理，很可能会被推出来承担责任，以缓解客户和投资者的愤怒情绪。高层管理人员偶尔也可能不得不牺牲自己以保全大局，但这种情况一般只有在银行机构反反复复遭受损失，并被媒体广为报道而显得极为难堪时才会发生。例如，瑞士信贷第一波士顿(CSFB)前任首席执行官艾伦·惠特(Allen Wheat)就曾被董事会免职，但在他被免职的前几年中，瑞士信贷第一波士顿在他的领导下出现过多起问题，并付出了沉重的代价，其中包括1998年在俄罗斯的大额亏损、由于巨额奖金保障基金而引发舆论哗然、在世界各地与监管部门发生纷争，以及本书第一部分最后几章所提及的银行业务问题，等等。如果有高层管理人员被免职，往往是慑于媒体压力或者为了安抚客户或投资者，而不是因为有人主动站出来说："我有责任，应当引咎辞职。"真是见鬼！董事们呢？不要提他们了，就算是天塌下来，他们也仍然能够心安理得地保持他们的董事会职位。有几个董事会成员会因为华尔街糟糕的表现而下台？即使董事会所批准的风险承受方案为银行带来了巨额的"意外"损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失，董事会所提出的战略决策被证明是失败的，或者银行机构的股票价格下滑，并持续数年的低迷，也几乎不会有人失去董事职位。这一切说明了什么？从根本上说，就是董事会成员和高级管理人员对所发生的问题不负有责任。因此，即使出现严重问题，他们也不必为他们的过错负责。有了这样一种心态，华尔街屡屡出现过失和错误也就不足为奇了。曼哈顿区总检察长罗伯特·摩根索(Robert Morgenthau)在评论安然/花旗/J. P. 摩根的诉讼事件时指出："如果你拥有如此大的机构，你就很难去明确责任。"这实在是太糟糕了。但也许这正是他们值得炫耀的策略，把银行做得如此大，分布如此广，并如此擅长于打擦边球和抢座位游戏(musical chairs)，因而高层管理人员和董事会成员无须为错误和过失承担责任。如果银行机构的高层管理人员不愿为他们的员工的行为负责，那么，业务单位、部门或者机构，以及治理结构中就会出现严重的问题。

有人认为，是个人而不是整个银行机构或者整个华尔街，应该为我们前文所探讨的错误和过失负责；也有人认为，不应该因为少数几个(几十个、几百个或上千个)人的行为而声讨整个行业。这样的论调对吗？或许有几分道理。不能因为少数几个坏苹果就丢掉一篓苹果，更不应该丢掉整园苹果。但是这些观点都存在局限性。董事会和高层管理人员必须对每个员工的行为负责，并负责创造具有良好内部控制体系的经营环境。如果有员工错误地处理了客户的业务或者错误地评估了某项交易的价值，或者没有适当地履行审慎性审查责任，那么负责管理这些员工的人就应该弥补这些问题，这是毋庸置疑的。但这种情况通常不会发生，因此，问题会越来越严重，坏苹果扩散的范围也会越来越广。太多的事实表明，问题的出现往往不是由一个或者两个人造成的，而是由整个团队、整个部门，甚至整个机构造成的。不错，确实是里森一手操纵了不正当交易使巴林银行发生了巨大损失，但是，该机构的高层管理人员和董事会成员没有质疑里森的损益报表(盲目认为他能够在低风险的业务中赚取如此丰厚的利润)，财会部门没有质疑里森为追加外汇交易保证金而提出的巨大资金需求。失职的管理和内部控制部门允许里森在不存在业务分工的情况下进行交易，这些都表明错误和过失远远超出了个人所能控制的范围。从本书所讨论过的其他问题中，也可以得到同样的结论，比如基德的分割性证券交易事件、所罗门的政府债券拍卖事件、雷曼的道德缺失的经纪人事件，美林瞒报 PO(只付本金)交易以及尼日利亚驳船事件、高盛的政府债券内部交易事件、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华尔街的研究丑闻事件、收益燃烧事件，以及共同基金中所存在的问题，等等。因此，认为个人是造成华尔街发生错误和过失的主要或者惟一原因是站不住脚的。错误和过失主要源于整个金融机构的不适当行为，并且，在很大程度上，是由于管理层缺乏应有的责任感所导致的。

第四，公司治理要求客户也应得到与股东同等的保护。客户是华尔街各项业务顺利开展的核心因子，因此，是不是董事会成员和高层管理人员应该确保客户的利益得到保障？然而，事实上却并非如此。前文我们已经探讨过华尔街可能侵犯客户利益的各种方式，显而易见，公司治理在与客户相关的方面所出现的问题，远比我们所想像的要严重得多。很多公司的治理准则都认同客户的重要性，宣称"客户是上帝"，只是他们的这种表态有时值得怀疑，甚至是很可笑的。要不然，我们如何解释与客户有关的问题、诉讼和争议如此频繁而大量地发生呢？如果客户真的是上帝，就不会有如此多的争议和投诉。所有仲裁、集体诉讼、认罪赔付、监管罚金、制裁的出现，无不是因为华尔街的董事会成员和高层管理人员没有按照应该的方式照料好客户的利益。如果华尔街关心他们的投资客户，他们还会允许向他们销售高杠杆的金字塔式信托计划(leveraged pyramid trusts)或处于违约边缘的商业票据吗？还会允许研究分析丑闻的发生吗？还会优先向对冲基金客户或企业的高层管理人员分派证券，从而歧视"普通"客户吗？还会向孤寡投资者出售高风险的合伙制投资项目吗？还会让快速消费品和药品制造企业参与新奇的衍生证券交易吗？还会在基金交易中安排择时交易和延时交易吗？还会进行分股、进阶、捆绑销售、逆向捆绑销售、提前布局、合谋，以及双向交易吗？不太可能。如果不能合理地维护客户的利益，无异于破坏公司治理的基石，必然会导致华尔街做出不应该做的事。

第五，内部控制缺失或者无效。华尔街金融机构的管理者们都很清楚，他们必须拥有适当的人员、技术和基础设施，才能确保大型银行的业务得到严格的执行。只有这样才能确保所有的操作不会出现偏差，所有的规章和规则得到精准的遵守。然而，众所周知，银行机构常常在这些领域出现问题，糟糕的内部控制导致他们发生重大的操作错误和风险损失，进而使客户受损。事实上，这是导致华尔街出现错误和过失的重要原因，我们暂且把这一问题留到本章接下来的部分再详细探讨。但现在，完全可以说，华尔街内部控制体系所存在的缺陷是造成公司治理无效的又一个因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缺陷＃2：糟糕的管理

如果说无效的公司治理是某些问题的缘由，那么糟糕的管理就是导致这些问题发生的机制。一旦糟糕的管理把整个银行引向了歧途，就如战舰走错了航向，要让它转过头必定费时又费力，几乎不可能在极短的时间里让银行回归到正常的征途，因而无法避免损失的发生。到底是什么样的糟糕管理导致了华尔街错误和过失的发生呢？银行机构在营运过程中没有明确的方向感、执行不力，或者试图中途改变战略；管理高层的经营决策让人觉得疑惑，而且捉摸不定，他们向员工发出自相矛盾的信号、浪费公司的资源、促使我们前文所探讨过的许多问题更加频繁地出现，而且更加严重。

缺乏战略目标

银行机构的高层管理人员应该在董事会的支持和指导下，制定一个明确、专一，并且与股东期望相一致的公司战略。这也是他们之所以获得高薪应该要做的。不幸的是，银行机构的高层管理人员常常难以形成一个清晰、专一，而且具有一致性的战略（他们也常常难以有效地执行他们所制定的任何计划，又进一步使问题变得更加复杂，但这一点暂且留到以后的章节再作探讨）。接下来探讨多年以来一直困扰银行机构高层管理人员两个常见的战略问题：试图确定到底服务于什么样的市场，以及试图要为所有人提供全方位服务。

服务于什么样的市场？

有些银行机构其实并不知道他们自己想要成为什么样的银行。某一天（月、季度或者年）他们想要成为一个能够提供所有服务的银行机构，因而同时建立起强大的投资银行业务和商业银行业务部门；不久又想成为一个纯粹的投资银行，因而关闭商业银行业务，以集中精力从事并购和证券销售/交易业务；此后不久，又摇身一变，成为一个全球性银行，在世界各核心城市建立起自己的分支机构或子公司；接下来，他们或许又想从事资产管理业务，因而建立起庞大的投资组合管理团队和平台，以获得退休金和储蓄资产的管理业务。当然，他们也可能缩减自己的业务，成为某个特定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业务领域或提供专业性服务的银行机构；或更加专一于财富管理/私人银行业务；或专业化从事基于佣金收费的信托、清算或资产托管服务；或……银行机构不断地改变他们的业务范围，而且有时候还改变得非常之快，当高层管理人员试图涉足新近出现的"热门业务"时更是如此（当然，等到他们确定并介入所谓的"热门业务"时，市场或许已经处于最高点）。虽然战略从其本来的意义上说，应该是长期性的，但有太多的战略在实施过程中似乎演绎成了"快速的战略转变"。或许有人认为，为了对市场机会作出迅速反应，华尔街的金融机构必须保持足够的灵活性，金融市场的特性决定了他们必须成为变色龙。银行机构有必要把业务的变化明确地告诉他们的股东，因为他们或许无法理解银行究竟在从事、促成、购入、出售或放弃什么样的业务，即使业务的变化对他们所持有的股票的价值会产生影响。具有灵活性和可适应性是一方面，但是银行机构在短短几个季度或者几年间就完全改变了自己的业务特性，那么所显示出的灵活性就过度了。

例如，在 20 世纪 70 年代，许多金融机构[诸如汉华实业银行，第一洲际银行，太平洋安全银行（Security pacific），第一芝加哥银行（First Chicago）]试图涉足国际银行业务与外汇交易业务，因此，纷纷依据埃奇法案（Edge Act，由于提出该法案的人名为沃尔特·埃奇而得其名，该法案全称为"授权经营银行业务的公司从事对外银行业务"法案——译者注）成立涉外业务分支机构和国际银行业务办事处（International Banking Facilities），并通过扩张和收购增加国外分支机构和资产，这一风潮一直持续到 20 世纪 80 年代中期，直到新兴市场国家债务危机爆发，使很多机构遭受了惨重的损失才罢休。20 世纪 80 年代后期和 90 年代初期，很多商业银行和投资银行（例如，太平洋安全银行、保诚·贝奇、史密斯·巴尼、美林、帝杰、希尔逊·雷曼等）试图涉足垃圾债券和衍生证券业务，因此，他们又一次扩张和收购。不久以后，垃圾债券市场崩溃，内部交易丑闻、糟糕的股权投资、失败的过桥贷款、绿票讹诈与恶意收购计划，以及错误的衍生证券投机，接踵出现，原本激动人心的业务不再那么令人高兴了。

自 20 世纪 90 年代中期起，很多商业银行就认识到格拉斯—史蒂格尔法案对混业经营的限制将逐步解除，涉足投资银行业务的时机已经成熟。毕竟，当时的投资银行业务极其红火，盈利可观的股票和债券发行、证券交易和并购业务大量存在，为什么不涉足其中呢？一些国外的银行机构通过收购美国的投资银行机构，获得在美国从事投资银行业务的资格，也开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涉足美国市场的投资银行业务。因此，很多地区性银行、货币中心银行以及一些国际性银行纷纷开始收购证券机构，例如，信孚银行收购亚历克斯·布朗公司[(Alex Brown)随后，德意志银行又收购了信孚银行]、花旗收购所罗门·史密斯·巴尼、J. P摩根大通收购汉鼎(Hambrecht & Quist)和毕肯集团公司(Beacon Group)、加拿大帝国商业银行收购奥本海默公司(Oppenheimer)、瑞士联合银行收购佩恩·韦博、瑞士信贷第一波士顿收购帝杰公司、德累斯顿银行(Dresdner)收购沃塞斯坦·培瑞拉(Wasserstein Perella)、福力特波士顿(FleetBoston)收购罗伯逊·斯蒂芬森(Robertson Stephens)、美国银行公司(US Bancorp)收购帕袍·杰弗里(Piper Jaffray)、美洲银行收购蒙哥马利证券公司(Montgomery Security)、瓦乔维亚银行(Wachovia)收购威特·第一联合银行(Wheat First)和博奇·辛格(Butcher Singer)、艾闻资本公司(Everen Capital)收购J. W. 捷利思(J. W. Genesis)公司，每一家银行机构都希望在投资银行业务领域分得一杯羹，甚至不惜付出任何代价。这些并购行为并非是他们发展战略的一部分或与他们的业务发展战略相吻合，而仅仅是想当然地参与到了并购热潮当中。有些银行机构刚刚在投资银行业务领域略有斩获，就接连遭遇了亚洲金融危机、长期资本管理公司危机、俄罗斯金融危机、TMT泡沫破裂，以及投资银行业务量的大幅度萎缩，那些“卓越的战略性收购”因此风光不再。

与此同时，许多投资银行也认为，涉足资产管理业务的时机已经成熟。因此，他们积极准备，一步一步地在自己原有业务平台的基础上投入资金建立相应部门，但更为可能的方式是，直接投入巨资收购已有的金融机构，例如，美林收购华奇基思·威礼(Hotchkis and Wiley)和墨丘利资产管理公司(Mercury Asset Management)、摩根斯坦利收购范·坎朋(Van Kampen)、法国兴业银行(Societe Generale)收购西部信托投资公司(Trust Company of the West, TCW)、雷曼收购纽伯格·伯曼(Neuberger Berman)，等等。这些收购是否是合理的战略行为，目前还不得而知，但绝大多数投资银行机构都是在市场处于最顶峰的时候涉足资产管理业务的，不久就出现了资产组合管理业务下滑和客户的流失问题，并因此遭受了损失。虽然投资银行的管理层当时对资产管理业务并不熟悉，但他们倒乐于付出学费，如今他们也就不会拥有如此强大的资产管理能力了。

银行机构也曾在国际资本市场大肆扩张。整个20世纪90年代，投资银行和商业银行都争先恐后地在世界各地重要(以及并不那么重要)的金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融中心城市，尤其是私有化和新证券发行业务吸引力很强（但是业务的实际数量和质量却让人不免疑虑）的"新兴"国家和地区兴办分支机构，大量雇佣职员。由于他们缺乏必要的专业人才，不得不通过招聘或收购当地的机构获得人才，并且常常在市场处于最高点的时候才建立起海外分支机构。首先，他们租赁一个非常小的办公场所，但随着业务的扩展，他们立即就搬进宽敞舒适的办公场所，使用面积大大超出实际的需要（由于他们通常市场处于高位的时候租入房产，这意味着一旦他们想要把场地转租出去，就必然要承担更多的费用和承受更高的损失）。就这样，美林、高盛、雷曼、摩根斯坦利、J. P. 摩根、德意志银行、瑞士联合银行等银行机构开始大肆进军中国、韩国、泰国、马来西亚、印度尼西亚、印度、巴西、墨西哥、阿根廷、南非、波兰、俄罗斯及中国香港等国家和地区，以谋求业务。但是银行机构的高级管理人员忽视了国际业务的扩张是一项牛市博弈（bull market game），一旦有国家出现危机（他们难免会出现危机，因为通往工业化的道路充满了困难和危险），银行业务就随之消亡。事实也确实如此，每一次危机的出现（例如，墨西哥 1994 年、亚洲 1997 年、俄罗斯 1998 年、巴西 1999 年，以及阿根廷 2000 年所发生的金融危机），银行、客户和投资者都遭受了沉重的损失。全球布局的战略似乎并不明智。

随后又有新的战略受到华尔街银行机构的热烈追捧。通过建立在线交易平台（花费数亿美元甚至更多的资金）加强已有的电子交易业务部门，他们奋力追赶电子商务浪潮，使自己融入到电子交易的狂潮当中去。这无疑让银行机构能够跟上时代的新潮流[例如，帝杰理财（DLJ Direct）、美林在线（ML Online）、摩根斯坦利在线（MSDW Online）、嘉信理财、电子交易（E-trade）、美国交易（Ameritrade）、史考特在线交易（Scottrade）、宏达理财（TD Waterhouse），等等]。不幸的是，在线交易市场第一次大的滑坡就使很多机构遭受了沉重的打击。接着，华尔街的银行机构又开始转向别的发展战略，通过投入巨资扩充自己的做市商实力或收购部分独立的做市商[例如，美林以 10 亿美元收购赫尔佐格·海恩·哥达尔德（Herzog Heine Geduld），高盛以 60 亿美元收购思比尔·利滋·凯洛格（Spear Leads Kellogg），其中 40 亿美元为商誉等无形资产]，以获取即日平仓交易利差和扩大 TMT 业务量。随着 TMT 泡沫的破裂和交易利差的缩小，他们才最终意识到这一战略并不如想象的那么如意。

为了确定自己到底该服务于什么样的市场，银行机构不断地改变自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的战略，而这无不增加了战略上的迷惑感和管理上的犹豫性。

为所有的人提供全方位服务

对某些银行机构而言，他们之所以在战略上进退维谷，部分是因为他们认为，在弱肉强食的21世纪，一个银行机构如果要生存就必须能够为所有的人提供全方位的服务，也就是说，只有使自己成为金融超市才能成功应对各种挑战。他们认为专业或者业务单一的银行机构不可能长期存在，最终都将不得不扩大自己的业务范围，或者更为可能的是，被大型机构所吞并。这样的案例确实已经发生过很多起，譬如毕肯(Beacon)、汉鼎(Hambrecht & quist)和富林明(Fleming)被大通银行收购，沃塞斯坦·培瑞拉(Wasserstein Perella)被德累斯顿银行(Dresdner)收购，施罗德(Schroders)被花旗、史密斯新庭(Smith New Court)被美林所吞并，等等。所有的小型机构，无论经营状况如何好，最终都将被巨型机构吞并。遵从这种思维方式的银行机构将在多个业务领域和地区进行收购或者扩张。而且，为了成为所有机构都梦寐以求的大型机构，他们将尽力使自己的业务向每一细小的专业领域扩张。这是一个非常昂贵而复杂、但不一定能确保成功的战略。那些超级巨头并非总能揽到所有的业务，许多顾客宁愿去就近的便利店或杂货铺，或者他们多年来经常光顾的当地市镇上的市场。如果银行机构仅仅是能够随时随地为个人或机构客户，提供包括商业银行、投资银行、资产管理和保险等一系列业务在内的服务，并不意味他们能赢得所有这些方面的业务。如果他们不能赢得客户所有这些业务，那么，他们所付出的成本、资源和资本值得吗？到处开设并经营办事处和分支机构的成本是非常高昂的，开发并提供数百种产品和服务也同样要付出高昂的代价，两种战略都不能保证能获得有利可图的业务。不言而喻，倾向于采纳“为所有人提供全方位服务”的发展战略的银行机构在现实中为数不少，包括美林、花旗、摩根士丹利、德意志银行、瑞士信贷第一波士顿和瑞士联合银行在内的很多银行机构都是如此。他们所遵循的金融联合集团战略在某些方面或许具有一定的合理性，但经济上并不具有很强的现实意义。他们所宣称的能够从跨行业、跨地区和跨市场的交易中获得大量的盈利机会，以及他们一而再、再而三地宣扬的，把所有业务整合到统一的一个机构所能获得的所谓的协调效应和成本节省效应，很多时候不过是哗众取宠而已。有多少客户会真正地在他们进行储蓄的银行机构购买保险？有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多少客户会真正地与为他们提供住房抵押贷款的银行进行在线证券交易？有多少跨国企业会聘请为他们进行过某项特定债券发行业务的投资银行，继续为自己进行贸易信贷、政治风险保险、资产保全，以及员工401(K)计划管理等业务？如果银行机构不能为零售客户提供在线交易服务，它就肯定会失去企业客户的债券发行业务吗？如果它不能处理401(K)计划，它肯定会失去并购交易业务吗？

不少银行机构意识到，“为所有人提供全方位服务”的业务模式不一定是适合自己的发展道路，并坚持在原有的专业领域发展。但也有些机构并不如此，他们为了并不适当的目的，不断地扩充自己的业务范围。同样，这并不是说银行机构不能或者不应该有广泛的业务范围。问题的关键在于，坚持“为所有人提供全方位服务”的道路是否属于自身发展战略的一部分，并且整个计划从经济的角度来说是合理的，还是仅仅出于某种“信念”或冲动情绪的结果，不久就会完全推倒重来。如果是后者，不少投资者将被银行的行为所困扰，不知道银行到底想要干什么。道理显而易见，如果那些所谓的“全方位服务”银行机构开始着手分拆他们庞大的经营网络，出售分支机构，关闭某些业务部门，逐步退出做市商行列，重新专注于自己具有优势的业务领域，那么，他们一定是被金融联合集团战略冲昏了头脑(以后的章节再详细地探讨这一点)。但要当心，一有风吹草动，他们就有可能再次向金融超市方向发展。正如全文多次提及的，华尔街并没有真正地从他们过去的错误中吸取教训。

不断追逐最热门的业务或者坚持不惜以任何代价发展成“为所有人提供全方位服务”的银行机构，是为了确定自己该服务于什么样的市场吗？这样做真的是为了制定发展战略吗？抑或它仅仅是对同行业大多数机构的选择，以及市场偶然出现的交易方式的条件反射？还是他们认为客户需要自己的服务(但并不确定)？实际上，他们根本不管银行的发展战略文件到底是如何规定的，总是在市场状况好的时候采取扩张策略，在市场状况差的时候采取收缩策略。为什么银行机构耗费大量的资金涉足一个对自己长远发展目标毫无意义的市场？就是为了获得该市场的一些零星业务，表示自己涉足了某个市场，能够提供某种产品和服务，即使从经济上说并不那么合理(在此过程中，非常无效地使用股东提供的资本)？糟糕的战略定位是因为董事会和高级管理层没有制定并遵守银行的发展进程，而糟糕的战略必然会导致华尔街出现错误和过失。譬如，银行机构为了证明自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收购和业务扩张行为具有合理性，而不惜代价地争抢业务；为了实现相同的"目标"，甘愿承受过高的风险；在缺乏相应的专业知识的情况下，就盲目地开展某一产品、地区或市场的业务；在营运过程中缺乏适当的内部控制体系和技能，等等。所有这些都可能导致前几章所探讨的问题出现。

糟糕的执行

制定战略是管理过程的第一步，执行战术计划以实现长远战略目标是第二步。有时候，华尔街不但难以确定战略步骤，在执行战术计划中也相当糟糕，两个结合到一起使得问题更加严重。怎么回事？可能是为收购支付了过高的对价；可能是一心想要"购买"而不是赢得业务；也可能是没有确定或不能遵守自己的风险承受限度；也有可能是不能严格地控制成本。接下来，我们来逐一分析这些原因。

支付过高的对价

为收购支付过高的对价，似乎是一个相当普遍的执行上的错误。由于很多华尔街银行机构的管理层对市场的反应比较迟钝，甚至根本就没有把握市场机会的能力，他们往往在市场几乎处于最不利的时候买入他们所需要的东西。比如，在市场处于最高点的时候，完全按市场价值对交易进行评估。这着实令人奇怪，他们聘用了如此多的交易专业人才，却无法确定最佳的交易时机。同样令人费解的是，尽管他们有大批的投资银行业务人员，对于应该给予被收购方多少溢价，他们却无法给出适当而公允的意见（同样，前几章已经提到过，投资银行家们常常错误地进行价值评估）。因此，在市场处于最高点的时候进行收购，无论管理层希望收购的对象是什么，必定会支付过高的溢价。1997 年，美林以 53 亿美元收购了问题百出的墨丘利资产管理公司（Mercury Asset Management），即使在当时，这一价格在大多数人看来也是偏高的，现在看来，无疑是高得太多了，因为这一收购与其说获得了墨丘利资产管理公司的业务，还不如说获得了一系列麻烦事（比如法律诉讼、客户流失、员工流失、内部政治斗争，以及糟糕的基金业绩）。1998 年，德意志银行以 90 亿美元收购信孚银行（包括其下属亚历克斯·布朗公司），但并没有获得他们所想要的佣金收入和市场地位。2002 年，瑞士联合银行耗资 115 亿美元收购佩恩·韦博，瑞士联合银行的首席执行官当时称该项交易为"天作之合"的交易；不要听他们自己怎么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，事实是，该笔交易正好是市场处于最高位的时候完成的，即使是几年以后，该项交易也没有使得他们登上华尔街顶级银行的宝座（在佣金收入方面仅仅只占到了美国市场 5%的份额，远低于既定的 8%的目标）。2000 年，为了成为市场的"领导者"，瑞士信贷第一波士顿以 130 亿美元收购了帝杰公司，与前面几家机构一样，在市场处于最高位时进行交易，支付了过高的溢价，获得了中等偏下的结果，存在严重的整合问题，使得营运成本上升，业务存在过多的重叠。因此，德意志银行、瑞士联合银行、瑞士信贷第一波士顿在收购美国金融机构方面总共花费了 330 亿美元，但在新千年的最初几年，他们总共只获得了美国股票市场 12%的份额（高盛一家就占据了 17%）；而在并购业务市场，他们的表现甚至更差。并非只有他们为收购支付了过高的对价，德累斯顿（Dresdner）在 2000 年耗资 16 亿美元收购沃塞斯坦·培瑞拉（Wasserstein Perella）以后，也自认为该项交易是两家机构间的"完美组合"；不同的是，安联（Allianz）在并购德累斯顿（Dresdner）以后，声称要退出投资银行业务领域，原沃塞斯坦·培瑞拉（Wasserstein Perella）的并购业务银行家鲁斯·沃瑟斯坦（Bruce Wasserstein）随后便离开了公司，投奔拉扎德（Lazard），并购以后的德累斯顿的投资银行业务逐渐败落，大笔的资金就此付诸东流。2000 年，大通银行以 77 亿美元的巨资收购英国商人银行富林明（Fleming），以及花旗以 21 亿美元收购英国商人银行施罗德（Schroders）也是如此（花旗支付对价虽然不像大通一样令人咋舌，但也很是慷慨了，而且花旗并没有像大通收购富林明一样获得被收购对象的资产管理部门）。美林并购赫尔佐格（Herzog），高盛并购思比尔·利滋（Spear Leads）也同样是在 TMT 和电子通信网络（ECN）泡沫，以及即日平仓交易处于巅峰时期进行的。所有这些并购，及其他很多并购的共同特点就是，为并购对象的资产和业务支付了严重过高的对价，而这些资产和业务又没有发挥他们所预期的作用。银行机构的高层管理人员有时为并购支付的对价较为公允，并在接手业务以后能够设法使银行向好的方向发展，但这种情况只是偶尔发生，例如，美林 1995 年以 8.4 亿美元收购史密斯新庭（Smith New Court）以后，就使得自己的股票交易业务整体上出现了跳跃性发展，而摩根斯坦利收购添惠（Dean Witter）以后却一团糟。

购买业务

华尔街部分糟糕的战略执行主要源于购买业务（buying business）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于他们急切地想要赢得客户，提升自己在业内的地位，并成为全球性的重要银行机构，他们愿意拿出大把的资金，以换取业务。当然，明目张胆地直接购买业务肯定不可行，因为这是违法的，但通过低估产品、服务或者交易的价格，以及降低业务的收费或交易的利差，他们可能获得客户的并购交易、新证券发行或资产管理等业务，其性质与直接购买业务本质上没有太多的区别。通过扩大自己的证券发行量或并购业务量，银行机构就可以提升自己在业内的地位，并得到新闻媒体的大量报道和吹捧。对于某些银行机构的高层管理人员而言，这一切都很重要，因为他们信奉"生意生生意"的理论：只要表面看上去有优势，更多的业务自然会滚滚而来。不可否认，确实有这种可能性，但事实并不能保证如此。

不幸的是，这一战略不但肯定会使银行机构所赚取的利润比原本应该赚取的要少得多，而且肯定也会使其承受更大错误的定价风险。如果银行机构选择这种策略获取业务，那么他们就不可能获得很好的业内排名，因为排名需要良好的业务收入和盈利。大量地从事定价过低的业务或者为了获取证券发行业务而压缩自己的盈利空间，最终会在损益表中体现出来，这样的损益表无疑只能让人失望。而且，以错误的价格购买业务，可能使自己背上沉重的包袱，一旦交易出现问题或者风险真的爆发，将不可避免地导致亏损。事实上，确实有很多华尔街的银行机构，他们过于看重自己在业内的排名和账面上的业务量，只顾大量地为企业发行证券，安排各种交易，不顾业务的盈利状况。譬如，某一行业内排名靠前的三五家机构，为了在季度末获得更好的排名位置，常常相互间激烈竞争，大打价格战。这样的例子屡见不鲜，比如在债券发行业务中，公认的经验法则是"每10亿美元业务亏损100万美元"，也就是说，如果某银行机构为了提高自己在业内的排名，需要增加10亿美元的营业收入，那么他们可能需要承受100万美元的亏损。因此，如果某一银行机构为了获得美国固定收益行业前三名的位置，在某季度还差两天即将结束时，还必须增加30亿美元的收入，他们就会拜访一些经纪机构或与自己频繁发生借贷业务的客户，向他们提供30亿美元的短期票据，以确保自己获得前三的位置。这样做的代价是亏损数百万美元。购买业务意味着牺牲收益，并承受过多的风险，这与糟糕的内部风险管理一样，是造成华尔街不断发生过失和错误的关键原因。

不确定的风险偏好

另外一种战略执行错误源于风险业务的处理具有不可预测性。前文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曾提到过，华尔街的存在，在一定程度上就是要承受、重组、转移或对冲风险。的确，很多华尔街人士的生计直接或间接与风险业务有关。从理论上说，风险的处理应该是任何从事风险承受业务的金融机构最重要、最核心的事务。然而，事实并非如此，在上一章中，我们曾经提到，华尔街常常在承受和管理风险的过程中遭受损失。这就是说，华尔街常常要在风险发生损失以后，才想起补救措施，而不是在损失发生以前就做好计划和准备。银行机构的管理者们常常不能清晰地规定他们愿意承受风险的程度，或者即使有了明确规定，一旦有可能获得某项业务，他们就完全把承受风险的限度抛在脑后。

首先，我们探讨第一个问题。在过去的数年中，虽然很多银行机构在他们的借贷和证券交易业务中投入了大量的资金，但并非所有的银行机构都明确地规定了他们在风险业务领域到底该做些什么，比如承受多大的风险，在何地、因何人承受风险，损失最多超过多少就应该要有条件地退出，什么样的风险是不允许承受的，什么样的意外损失是可以接受的，等等，以及更为重要的，管理风险的日常操作细节。几乎所有这些问题至今或许都没有得到很好的解决。譬如，在1998年之前，美林的风险管理程序本应该是十分完善的，如果不是这些程序与其最高管理层发生了脱节。因此，虽然美林单个项目的风险决策和风险控制状况没有问题，但是董事会与高层管理人员却无法获得有效信息，去决定整个银行到底该承受多大的风险。高层管理人员成天忙于争取获得更多的业务，这是一个不得不面对的问题。风险管理并不是他们最乐于去干的事情，对那些醉心于发展业务的高层管理人员来说尤其如此，他们热衷于到处去寻找并赢得业务、开设新的办事处、与客户企业的高层管理人员或财务负责人会面等事务。因此，银行的风险日积月累，最终明显地背离了银行的资本资源、战略计划、市场重点、客户最初的计划，以及股东的期望。银行的高层管理人员根本不知道自己的银行可能在风险性业务中损失多少资金，而银行的中下层管理人员，无论是业务经理还是风险管理经理，也不会过问很多，在市场表现强劲时更是如此。没有人认为几乎不可能的事情也会发生，因此，没有人真正地注意银行所积聚的风险正在逐步的膨胀。更为不幸的是，没有人真正地对银行赚取利润的方式提出疑问（一般而言，如果不承担一定程度的风险，银行机构不可能赚取丰厚的利润）。直到1998年美林遭受严重损失，一切才得以改变。俄罗斯经济危机、长期资本管理公司危机，以及其他业务领

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

域糟糕的市场状况[尤其是企业利差债券(Spread Products)市场]导致了比任何人所能想像的都要大的巨额损失。同样,这主要是因为银行的高层管理人员根本没有想到过会发生任何损失,对银行所承受的风险根本没有明确的概念,没有明确指示过银行的风险暴露是否过高、过低,还是正好。而且银行的风险管理团队也放任风险积聚,没有发出过任何预警信号。最终的结果是,董事会和高层管理人员纷纷否认他们知道风险已经如此大,并解雇风险管理部门的主管,对风险管理部门的职能进行重新定位,制定银行承受风险的限度。当美林最后解决所有这些问题时,他们给自己的股东造成了超过 10 亿美元的损失。高盛也发生了类似的事情,不同的是,该机构的损失主要发生在 1994 年,当时他们在固定收益证券自营业务中损失了 8 亿美元。还有一些机构也经历过类似的问题,并在问题出现以后才被披露。当然,也有些机构尚没有听说发生过类似的损失,但当下一次像 1994 年或 1998 年之类的危机袭来时,他们就很有可能位居其中。

另外一方面,即使银行机构确实定义好了风险的承受程度,并且很清楚地知道每个市场、每个客户应该暴露多少风险,但这一过程也主要是表面的文章,因为银行机构的高层管理人员一时性起就根本顾不上所谓的风险承受程度。例如,如果某家已经承受了相当风险(譬如,正好处于他们所确定的风险承受限度)的银行机构,获得了执行一项风险性业务的机会,银行的管理层就能魔术般地为执行这项额外的业务找到承受风险的额度。这样,一项非常重要的大宗交易就有了实现的基础,因为他们想赢得该项业务,他们会积极参与竞争。如果他们最终赢得了该项业务,他们将不得不承担额外的风险,也许是几个小时,也许是几天(值得注意的是,"官方"的风险额度已经被突破)。不久,该银行又获得了为另一个客户发行垃圾债券业务的机会,但该项业务的获得并非是经过艰辛的努力得来的,而是通过各种手段"购买"的。银行的高层管理人员勉强同意进行该项业务,于是又为客户发行债券,但是他们却无法把债券发行出去或者对冲债券的风险,不得不自己承担债券的风险,此时,该银行所承受的风险已经大大超过其原先限定的水平。紧接着,又有客户要求银行承接一项投资组合委托……后果可想而知!由于银行的高层管理人员总是能够为他们承接每一项业务找到"特殊的理由",对风险承受限度的规定就成为了一种无人在意的摆设。就像一个瘾君子,银行机构不知道该什么时候收手,最终导致自己承担了过多的风险。(吸人过多的毒品?)随着市场的突然变化,所有



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的风险（银行的最高管理层以"情况特殊"为名批准的各项业务，使银行所承受的风险超出了其原定限度的3～4倍）在瞬间爆发。因此，即使制定了承受风险的限度，也没有多少实际的意义，银行的高层管理人员总是要愚弄投资者。这种情况在现实生活中确实发生过，这是银行陷入困境的原因之一。例如，20世纪80年代中前期的华友银行、大通银行、汉华实业银行，80年代后期的德雷克斯，90年代初期的花旗和基德（Kidder），1994年的高盛，1998年的瑞士信贷第一波士顿、瑞士联合银行、美林等，新千年初期的J. P. 摩根，所有这些都是没有适当地管理好风险暴露的惨痛实例。没有定义好风险承受的限度，或者违背所制定的规则，是导致第七章所探讨的风险管理相关问题发生的关键原因。

膨胀的成本

最后，执行问题也表现在成本控制领域。成本控制问题是一个困扰华尔街金融机构很久的问题；他们的费用水平总是居高不下，不仅人力资源/薪酬和技术等方面的费用明显偏高，而且房产和办公场所、差旅和招待，以及咨询等诸多方面的费用也非常高。华尔街人士喜欢奢华的生活，他们占用一流的办公场所、使用最新的计算机、入住豪华的宾馆、乘坐昂贵的班机，所有这些无不极大地增加了银行的运营成本。他们并不是以最经济的方式处理运营中所存在的问题。他们处理低效率的最常用的方式就是增加一些并不一定能起到作用的人员（在市场景气时尤其如此），而这意味着，大量不能直接产生收益的人力资源（他们从事一些支持性的工作）很可能导致银行的营运更加混乱，而且，这也是纯粹的企业资源的浪费。此外，他们还高薪聘请很多咨询顾问，对银行所存在的某些特定问题进行研究，就如何重新调整战略重心、改进内部控制程序，以及改造系统组织结构等提出咨询建议。他们会举办很多华而不实的讲座，并撰写很多空洞的文件，只是这些文件往往过于繁琐，很难贯彻实施，但所有这些都必定会付出高昂的成本。因此，华尔街对成本的控制是非常随意的。那么，糟糕的成本管理是如何导致华尔街出现过失和错误的呢？成本管理不善增加了他们维持利润的压力。如果银行不能通过控制成本而尽可能地降低各项支出，那么他们就只能想方设法提高收入水平，必须赢得更多的业务。对某些银行机构而言，这或许意味着不得不从事一些前文所提到过的不正当勾当，不惜一切代价地去赢得业务。当然，这并不是说所有成本控制不力的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构，都会犯错或出现不正当的行为，但他们肯定有这样的动机，因为，如果银行机构必须维持收入（和股票价格）的上升势头，或许，当然也仅仅是或许，他们有足够的动机采取不恰当的方式去增加自己的收入。

* * * * * *

管理不善101

古拉塔（Grunta）是一家已经倒闭了的华尔街金融机构，它身上几乎出现过金融机构所有不该出现的行为。尽管它曾是华尔街最古老的经纪机构之一，但如今，它的不良声誉和不正当行为完全掩盖了它原有的高贵血统。让人们难以忘怀的无不是古拉塔糟糕的一面，比如管理不善、欺诈客户、摧损价值，没有一样有益于社会。

在古拉塔成立的19世纪，以及20世纪的大部分时间里，其业绩即使算不上十分突出，也算得上是相当成功的。但情况在1974年发生了改变，从那时候起，古拉塔的经营行为就逐步变得不甚检点，不久便有犯罪嫌疑，并最终走向了犯罪。那时，古拉塔的管理非常糟糕，导致声誉不断下降，最终陷入了无法挽回的境地。1974～1995年，是该经纪机构业绩下滑的关键时期，他们当时的销售非常具有欺骗性，客户常常受他们欺骗，进行对他们而言风险过高的交易，同时，该机构也由于从事边缘性股票（Marginal Stocks）和投机性证券交易，以及一些低劣的投资而臭名昭著。事实上，该机构作为华尔街“有问题的”机构之一的名声也是在那时形成的，只要对华尔街稍有了解的客户无不对他们避之不及。1994年，很多古拉塔雇员由于涉嫌一起高达1 400万美元的欺诈客户丑闻而被拘捕，并最终被判监禁。

在古拉塔公开上市以后，家庭保险公司（Home Insurance）收购了它，但家庭保险公司仍然没有行使积极的管理权。而这或许正是古拉塔所最需要的。实际上，当时家庭保险公司自身也存在很多问题，根本无暇顾及古拉塔的经营活动，古拉塔还是依照原有的招式我行我素。家庭保险公司最终把自己所持有的股权出售给了一家试图在美国寻找立足点的国外保险机构——苏黎世金融服务公司（Zurich Financial Service），后者由此获得了对古拉塔的控股权，控制了董事会1/3的席位。为了改变古拉塔的现状，苏黎世金融服务公司解散了古

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉塔管理团队，聘请了原哈顿(Hutton)的首席执行官罗伯特·瑞特内塞(Robert Rittereiser)主持古拉塔的大局，并授权他重新组建销售团队。为此，苏黎世金融服务公司还给予了瑞特内塞强大的激励，许诺在苏黎世金融服务公司从古拉塔的任何业务中获得了2.25亿美元的现金收入以后，瑞特内塞及其团队将可以得到古拉塔所赚取利润的60%。不幸的是，古拉塔的管理层始终没有完成任务，即使在20世纪90年代后期，证券市场处于大牛市时期，绝大多数华尔街的金融机构都能盈利的时候，古拉塔也是连年亏损。这不足为怪，因为该机构并没有改进其糟糕的管理，仍然有大量客户不断对其投诉或者提起仲裁(这些投诉和仲裁主要集中于引诱退休客户购买TMT股票，这些股票的价格后来大多暴跌，以及激进的产品推销和炒单交易，等等)；威斯彻斯特犹太教会堂(Westchester synagogue)向古拉塔提起诉讼，声称古拉塔诱使他们参与衍生证券交易，并损失了63万美元；古拉塔的管理层也因为种族和性别歧视而被自己的员工告上法庭；部分分支机构没有配备管理人员，违犯了证券相关法律；即使他们在亏损之时，仍然以7位数的薪酬招聘有影响力的销售人员；古拉塔的管理层以2 000万美元的价格收购小型投资银行汉普郡证券(Hampshire Security)公司，试图向投资银行业扩张，却几乎没有获得任何业务；他们以4 000万美元的代价，租用了超过自己实际需求两倍的办公室；古拉塔高层管理人员的业绩与薪金不匹配，表现不佳，而薪水过高；所有这些几乎到了令人觉得可笑的地步。总而言之，该机构的管理十分糟糕。

苏黎世金融服务公司最终对瑞特内塞糟糕的领导才能失去了耐心，并在1999/2000年左右打算把古拉塔出售出去，包括艾特纳(Aetna)、福力特波士顿(FleetBoston)、太平洋人寿(Pacific Life)等在内的多家机构曾对古拉塔表现过兴趣，却最终没有成交。最终，苏黎世金融服务公司同意把古拉塔出售给保诚证券(Prudential Security)。双方在2001年9月10日达成协议，但随着第二天恐怖袭击事件的发生，他们只能眼睁睁地看着交易落空。这也导致了古拉塔倒闭，在苦苦支撑到2002年年中以后(由于一系列的管理决策失误，该机构在1995年高峰时期曾达到2亿美元的流动资产几乎已经消耗殆尽)，该机构的600个经纪人与150亿美元的客户资产被转移给一家地区性的经纪机构莱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安·贝克(Ryan Beck)，余下的几乎是一个空壳公司，几个月后便申请破产了，留下的是90多个仲裁案件，涉及客户1.5亿美元的损失。

* * * * * *

反复地变化

银行机构在业务开展中遭遇困难或过于不利的经营环境，就不再坚持战略，使战略变得模糊不清，正如不依据适当的战略重点开展业务一样，同样会导致问题出现。不像其他产业的企业，他们在开发产品或进入某个市场时，常常有自己的长期的努力目标[英特尔制造微芯片和通用生产的运动型多功能车(SUVs)均是如此]，银行机构却可能反复无常。正如前文所述，有时候他们的经营完全出于条件反射，对他们所觉察到的市场机会作出过快的反应，常常在一个相对短的期间内就决定进入、退出、重新进入，或再次退出。这不但代价高昂，容易让人产生疑惑，而且也表明管理层缺乏约束和责任感，显得不称职。

很多战略的改变是由于市场状况、银行机构股票价格，以及行业竞争状况的变化所引发的。如果市场强劲，而且银行的股票价格高企，银行的管理高层的自信心就开始膨胀，有时甚至过于自负。一看到自己的同行已经涉足信贷衍生证券业务或者在北京开设了办事处，他们或许也会立马跟进，根本不考虑这不符合自己的长期发展战略规划或者尚没有足够的资源，也从不考虑银行尚没有员工已经具备相应的技能去营运这些业务或者这些业务的收入前景还不甚明朗。这是华尔街对市场所作出的自然反应，对吗？12个月后，当市场受到糟糕的经济数据的冲击，或者银行的股票价格遭遇下降的压力，或者在信贷衍生证券市场或者在北京大赚一笔的机会并没有如期出现(毕竟，这些项目的收益的前景存在很大的不确定性)，银行机构又不得不改变自己的发展战略，关闭设立不久的衍生证券交易部门，以及在北京等地新设的办事机构(或许，同行业的竞争对手也已作出了同样的决策)。对他们而言，客户如何抱怨或者监管机构会作出何种反应已经不甚重要，尽快胜利大逃亡才是他们首先要考虑的。如果银行机构不能制定一个明智的发展战略，并坚持这一战略，那么就难免在反复的战略变化中遭受损失。

战略不断反复的案例数不胜数，可以信手拈来。有些战略的反复是由于我们前文所提及的“战略上的主动出击”，例如花旗1997年收购所罗门，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

紧接着在1998年又完全退出了自营套利业务领域，但在新千年来临之际又重新建立相应的部门；美林在20世纪80年代末期从事能源交易业务，90年代初期退出了该业务领域，在20世纪90年代中期又再次进入，两年后又再次退出，90年代末期又重新进入，此后，2002年又把相关业务出售给了富贵草能源(Allegheny Energy)公司。很多勇气可嘉的商业银行在90年代末期决定不惜成本涉足证券交易业务领域，又在新千年来临之际不得不黯然而退，例如，福力特波士顿(Fleet Boston)由于无法找到曾一度炙手可热的科技股经纪公司而被迫在2002年关闭了罗伯逊·斯蒂芬森(Robertson Stephens)公司；美国银行公司(US Bancorp)退出了其对帕袍(Piper)公司的7.3亿美元投资，因为美国银行公司新的管理层觉得帕袍公司业务的"波动性"太高；几乎所有曾投入巨资发展电子交易平台的大型银行机构，在2001年网上证券交易量大幅度下滑之时，都决定停止对电子商务领域继续投资(大部分尚未开发完成的产品和交易平台被迫封存)，此后不久，随着电子商务的复苏，很多银行机构在2003年又一次改变主意，重新招兵买马，再次投入大量的人力和物力建立电子交易平台。在国际银行业务领域也是如此，前文我们曾提到过，银行机构热衷于在别的市场和国家建立起自己的经营实体(他们大张旗鼓，举行隆重的开业剪彩，并发表长篇大论阐述对所在城市/国家的"长期贡献")；但不久以后，当银行机构的总部需要削减成本或者认为这些办事处不再符合自身的更长期的发展战略(例如，无法获得业务)时，他们就撤出业已投入的资金，直到下一个循环。这样的情况曾经多次出现过，譬如很多银行机构多次反反复复地进入又退出拉丁美洲、亚洲和远东市场；美林、摩根斯坦利、嘉信、美洲银行、雷曼、瑞士信贷第一波士顿，以及其他很多银行机构就多次在国际银行业务领域出现过战略性反复。缺乏明确的战略重点，以及坚持战略重点的勇气，对华尔街发展自己的事业毫无益处。

银行机构进入某个市场以后又退出或许有其充足的理由，比如经济状况不再景气，监管太过于严格，市场的竞争过于激烈，营运成本高，以及业务的衰减速度远比预期的要快，等等。或许，一旦市场状况发生变化，银行机构就应该作出新的尝试，因为市场是动态的，华尔街的金融机构必须如此。然而，银行机构的变化程度不应该如此之大，也不应该如此之频繁，在短短几年之内，就反复地进入又退出同一业务领域或不断地改变自己的方案(也不应该在市场高企时并购进入，又在市场低迷时出售退出，而这完全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是可以避免的，如果银行制定并坚持其发展战略）。而且，反复地改变自己的发展战略的代价是非常昂贵的（又得重新招聘交易人员、证券产品开发人员、银行业务人员和后勤支持人员，并重新组织一套有效的运转体系，等等），也容易让人产生疑惑（因此，谁认为美林会从事能源业务或者在加拿大有自己的经营实体？斯坦利是否应该致力于发展日本的业务？以及瑞士信贷第一波士顿是否应该涉足在线交易领域?）。反复改变自己的发展战略完全是银行机构管理糟糕的表现，也直接造成了华尔街错误和过失的发生，因为战略的反复变化使得他们无法对客户承担应有的责任，缺乏应有的专业技能，也无法提供适当的服务与资本。不断的"开办与关闭"必将会发生大量费用，无疑会增加银行机构在营运中的财务压力，对部分银行机构而言，意味着他们又不得不在另一些领域缩减费用或创造更多的收益（譬如，过多地承受一些风险与收益完全失衡的业务，或者极力以不正当的方式赢得某些业务）。

* * * * * *

美林的变化轨迹

很多银行机构都不断地改变自己的经营范围，对市场机会作出过快的反应，在市场高企时以最高的溢价进行收购，紧接着又由于市场不甚明朗或管理高层的变动而改变发展方向，美林无疑是其中极具代表性的一家。90年代初期，该银行决定认真处理自己当时所出现的问题（例如，严格控制不合理的费用，冲销其在80年代在过桥贷款和股权投资过程中所形成的坏账），希望自己能发展成为一家"为所有人提供全方位服务"的重量级银行机构，因而掀起了大规模扩张的狂潮。该银行耗资数十亿美元招聘人才、并购其他机构，以便在资本市场显示自己的强大实力，建立一个更为广泛的零售网络，在更多的市场建立自己的据点。他们为绝大部分收购对象付出了相当高的溢价，因为他们总想着要为客户提供本地化服务，而此前，世界上或许只有两家最大的银行花旗和汇丰能有此实力为客户提供此种服务。美林收购墨丘利资产管理公司（Mercury Asset Management，英国）、史密斯新庭公司（Smith New Court，美国）、麦金托什证券公司（McIntosh Security，澳大利亚）、破产的山一证券公司（Yamaichi Security，日本）的余部、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FG投资公司(FG Inversiones，西班牙)、华奇基思·威礼公司(Hotchkis and Wiley，美国)、金利来证券投资(Midland Walwyn，加拿大)、赫尔佐格·海恩·哥达尔德公司(Herzog Heine Geduld，美国)，以及其他许多机构，总的收购成本接近100亿美元。美林与汇丰银行合资成立一家大型的从事电子银行业务的公司，按规划，该公司的交易平台和基础设施应该能在全世界范围内提供电子交易服务(代价是在四年间每年花费5亿美元)。美林还与DSP合资成立一家机构以进军印度市场，收购了一家泰国证券公司的大多数股权，并在都柏林创建一个重要的国际银行业务平台。这样，美林所开设的办事处、分支机构和合资公司遍布拉丁美洲、亚洲、东欧、西欧，以及中东地区。

不幸的是，对美林(及其投资者)而言，这些战略性扩张的结果大多令人失望(史密斯新庭公司是美林所收购的机构中少数几个成功的之一，使美林在欧洲股票市场获得了相当重要的地位)。在90年代即将结束之际，美林实际上已经完全改变了其原有的行动方略，尽其可能地关闭、出售或者收缩业务，几乎解散了其在90年代所建立起来的大部分机构。他们出售了金利来证券投资公司，清算了山一证券公司，解散了与汇丰银行的合资公司，关闭了不少办事处，一些无法立即出售的机构也被整合到了其他留存的经营部门(或许，这些资本的存在，能够提醒人们美林到底在其战略变化过程中损失了多少资产)。墨丘利资产管理公司无疑是美林所处理的最为烫手的山芋之一，美林当初收购这家戴着“资产管理业务皇冠”的机构时耗资53亿美元，却没有获得预想的成功。美林之所以收购墨丘利资产管理公司本来是想借此使自己成为资产管理业务领域最具实力的银行机构(使美林旗下管理的基金规模从5 000亿美元到2002年上升到约1万亿美元)，但结果却与预想完全不同，到2002年，美林/墨丘利基金平台所管理的基金规模仍然只有5 000亿美元，只实现了原计划的一半。当然，之所以与预想的目标相距甚远，糟糕的市场状况是部分原因，但糟糕的基金管理业绩、内部文化的冲突、关键员工的离职、客户的流失，以及频繁的法律诉讼(譬如，美林遭到联合利华公司、赛恩思伯里公司(Sainsbury)、合作集团公司(Co-operative Group)，及其他很多公司的起诉，最终不得不向他们支付补偿金，以达成庭外和解)也是重要原因。同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，美林所管理的非美国资产也直线下降，不少长期客户流失了。因此，美林不得不承受收购墨丘利所带来的种种不利后果，尽可能整合资产管理部门的业务，以在不利的形势下取得尽可能好的结果。

美林其他国外机构的经营也甚为困难。或许是因为美林的根基深厚，它至今仍然是美国主街中广为人知的银行机构，并没有辜负它的创始人查理·梅里尔(Charlie Merrill)在60多年前对其提出的期望。这多少有些令人不解。例如，1985年美林在香港与新鸿基证券公司(Sun Hung Kai)成立合伙公司，1987年退出了合伙公司，在1992～1993年间又部分重建了合伙公司，但断断续续直到1995～1996年间才最终完成，1997年以后又停止了大部分业务，随后在千年来临之际又再一次重新建立(如此反反复复地雇佣和解雇员工、租赁和转租办公场所，以及迷惑客户，该付出多大的成本)。美林在日本的业务也是如此，美林于1965年开始在日本建立零售网络，到80年代末期已经发展了10多处营业部，1992年又关闭了绝大多数的零售网点，随后又在1996～1997年决定重新建立(并购了山一证券旗下的数十家营业网点，继续雇佣了其数千名证券经纪人)，但美林所一直期盼的放松监管，并没有使日本的普通投资者大规模地转向美国式的投资或共同基金投资。因此，美林每年都不得不承受1.5亿～2亿美元的亏损，这样持续了4年，最终在2001年代关闭了所有零售网点，所有努力都付诸东流。美林在加拿大的投资也毫无二致，20世纪80年代，为了完善自己在资本市场的业务，美林建立了一个覆盖加拿大全国的零售业务经纪机构，20世纪90年关闭了该机构，1998年耗资13亿加元收购加拿大本土的金利来证券投资公司以重新建立零售经纪网络，2001年美林决定退出投资，以6.5亿加元的价格把金利来证券投资公司转售给了加拿大帝国商业银行。美林在南非的经营也同样如此，在90年代中期，通过史密斯·巴库·黑尔(Smith Borkum Hare)公司(美林通过收购史密斯新庭公司而同时获得该公司的控制权)的平台在南非建立了资本市场营运机构，并同时扩充了在南非的零售业务网络，几年后，美林停止了其在南非的大部分业务，并把零售网点出售给了当地的一些相关机构。在泰国的业务也同样如此，美林于1998年收购帕塔拉证券(Phatra Securities)公司大多数股权，又在2003年转让了这些股权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在德国的业务也同样如此，美林直到 90 年代末期才在德国建立起个人银行业务部门，2003 年该部分业务陷入困境，最终被转让给了瑞士联合银行。美林在英国、欧洲大陆、澳大利亚、爱尔兰的经营无不如此，反复地建立、关闭、再建立、再关闭，无不耗资巨大，让人困惑。如此反复的变化无论是对股东（他们被迫为银行在市场高企时的高价并购行为，以及市场低迷时的低价甩卖行为买单），还是客户（他们一次又一次地看着银行进入市场，建立起营运网点，表示自己将承担责任，不久却退出了市场）都毫无裨益。美林执行的到底是何种战略？

* * * * * *

缺陷 #3：拙劣的技能与内部控制体系

导致华尔街出现过失和错误的第三个方面的缺陷是：缺乏应有的技能和完善的内部控制体系。前文曾经说过，良好的公司治理机制要求银行机构在服务客户和经营风险业务时必须选用适当的人才（不用说，就是依据谨慎原则和经营常识也应该如此），如果没有如此，那些心怀不轨的人就会给银行造成损失。内部控制体系也同样如此，在前面的几章中，我们在一定程度上已经阐释了这一问题，如果银行机构因为不具备良好的知识基础、结构或体系而不能保证自己在正确的轨道上运营，那么它必将在某些业务领域出现过失或错误，而这意味着银行本身、银行的股东和客户们都将蒙受损失。

拙劣的技能

华尔街从事的很多业务，譬如发行证券、证券定价、销售证券、处理交易、管理风险、内部审计等，都具有相当的技术性。如果业务具有一定的技术性和专业性，那么，就需要具备相应技能和专业知识的人员来处理这些业务。不幸的是，很多银行机构并没有把适当的人员安排在适当的岗位，他们会为那些对人员专业技能要求非常高的部门雇佣或调派一些根本不能胜任该部门岗位的人员，为什么？或许是这样成本更加低廉或者操作起来更加方便，或许是因为某人的朋友的朋友正需要此工作，或许是因为银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行想为管理团队中某些在一些特定业务领域不再能发挥作用的人在内部找到一个合适的位置(比如，让某个政府债券高级交易员主管美国衍生证券部门的工作，或者让某投资银行人员转行从事垃圾债券销售，或者提升某个地区总部的首席财务官去管理全球运营和结算业务)。重要的不是为什么会这样，而在于它确实存在，那些认为技能并不重要的银行机构就是置自己于危险的境地，稍有不慎就可能遭受损失。如果银行没有相应的技能承销日本政府债券，分拆和处理多程衍生证券(multileg derivative)交易，或者从事基于抵押资产的贷款业务，就不应该假装自己能够处理这些业务。不幸的是，很多银行机构忽视这一基本常识，试图从事他们自己无力处理的业务，这必定会导致错误和损失发生。

走进华尔街的任何一个银行机构，几乎都可以发现，财务控制人员和审计人员对他们所从事的工作的内在本质(就是要行使“独立监控”的职能)并不了解。进入任何一个交易部门，找几个交易人员询问他们正面临何种信用风险，你可能根本得不到令人满意的答案。走入机构客户交易部门，询问一些销售人员，如果某大客户预定的一笔大额债券交易的交易指令在最后几分钟里突然间取消了，他们有什么备用的退出策略，一般不会得到什么答案。进入风险管理部门，让一些信用风险管理职员说出，外汇掉期交易的风险为什么比利率掉期交易的风险更大，他们只会瞠目结舌。如果问技术人员在新的技术平台中并入了何种定价程序，他们将更加不知所措，等等。很显然，并非所有的职员都具备他们所从事的工作应该具备的技能。最终会导致什么结果呢？不断地犯错误。如果从业人员无法胜任工作，业务就会出现偏差，那些居心不良的家伙就会乘虚而入，利用业务监管中存在的漏洞进行违规操作，这直接导致了华尔街出现过失和错误。譬如，在基德银行、巴林银行、完全第一银行和国民西敏银行的案例中，交易人员就用花言巧语蒙蔽了内部审计与财务控制人员，并且所有这些案件的事后调查都表明，很多内部审计与财会人员根本没有足够的能力去发现问题。更加不幸的是，还有许多存在同样问题的案例不为人们所知。

这并不是说每个人都必须对所有的业务都很有见地，更不是说不能给予员工学习的机会。问题的关键在于职权部门的管理者要熟悉业务中的重要问题(或者至少知道去哪里寻求帮助)，他们不能毫无准备就上岗或者不懂装懂。而且他们的上司应对此负起责任，确保一旦出现问题，一定有熟悉业务的人在负责处理。然而，根本不要期望一个拥有5 000、10 000或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

50 000名员工的银行机构，也能这样做。此时，银行的利益相关方只有祈祷，处于银行敏感位置的管理人员不要让银行承受重大打击。

拙劣的内部控制体系

如果没有良好的内部控制体系保障经营，华尔街仍然可能在内部出现问题。由于内部控制不力而损失惨重的事件常常会见诸报端，为人们所知；但还有一些内部控制引发的问题更为隐蔽，银行可能每天都会因此蒙受较小的损失，却从来不为人们所知，例如每次损失1 000美元或10 000美元[而不是像里森或卢思尼亚克(Rusniak)那样高达 5 亿或 10 亿美元]，但这样的损失每天都发生，由于没有良好的内部控制体系防止这类损失发生，这种积少成多的损失也会致银行于死地。这些“操作性错误”一般包括错误交易、幕后操纵、在把资金从 A 处转移到 B 处时故意拖延、由于监控人员无法进入交易系统而无法对证券或某些特殊交易进行跟踪、没有觉察到确认函或法律文件中的一些重要信息、错误地估计企业的行动细节，等等。正是这些普普通通的日常操作性错误使得华尔街每年至少遭受数十亿美元的损失(也许更多，没有人完全公布过这类信息，毕竟这多少有些令人尴尬)。

这一切为什么会发生？因为银行机构没有良好的组织结构或者机制去跟踪他们所从事的业务(再加上一帮相对没有经验的员工，两类问题可能交错发生)。从较高的层面来看，问题的出现在于内部控制体系没有使员工的职责适当地分离。缺乏独立性就意味着创造收益的部门的员工同时也承担了所有后台的支持工作，譬如确认交易，为自己的抵押金账户增加资金，核对自己的应付与应收账款，查验自己的筹码及其价值。正如前文所述，这完全有可能导致与巴林银行、完全第一银行、大和银行、瑞士联合银行，以及基德银行等曾经出现过的重大问题。职责分离是一项基本的内部控制机制，奇怪的是，即使在今天这样的时代，仍然需要提出来探讨。而且，短短几年间，华尔街就会爆发一次由于内部控制问题而引发的重大损失，表明并非所有的华尔街机构都从中吸取了教训。

从微观层面看，内部控制体系的失效可能是由于推动华尔街运转的硬件、软件和设备等基础设施出现了问题，也可能是由于内部控制制度存在缺陷。大多数银行机构的命运与数据和技术这两样东西紧密相连。数据是从事业务需要的所有信息，包括执行与评估交易、计算风险、对冲头寸、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分配利润与弥补亏损、确定抵押品和抵押金、调拨资金，等等。数据处理是一个非常复杂的问题。银行在经营过程中所形成的数据很多，有的信息质量高，有的信息质量差，有的是重要的核心信息，有的是没有用处的无效信息。因此，如果银行机构不能很好的管理数据流，并利用内部控制体系确保信息的真实性与完整性，那么他们的很多业务的操作必将建立在垃圾数据之上。绝大多数的银行机构在数据处理方面都存在相当严重的问题，而这意味着银行机构由于很多原本可以避免的数据错误而蒙受了相当大的损失。另一个因素是技术。如今，如果不依靠科学技术，华尔街几乎不能做任何事情，依靠纸和笔的时代已经过去了，这意味着，任何银行机构如果想要成功，就必须保证技术水平完全符合其发展要求。如果最基本的硬件/软件无法满足新业务、交易、客户、通信和数据处理的要求，那么各种内部控制问题就会同时爆发，进而浪费更多的时间和精力，造成更大的损失。下面这样一种情况相当典型。银行机构的技术平台无法处理交易部门开发的新产品，银行的管理人员面临着两个选择，要么在技术部门解决技术上的问题前放弃开展该业务，要么允许交易员使用简单的电子表格处理相关交易，直到该问题得到解决。管理层到底会选择哪种方式？毫无疑问，业务优先，交易员可以通过自己的电脑利用电子表单处理新产品的交易。一旦有了被批准的先例，接下来，交易人员就会觉得继续进行同样的交易也无可厚非。于是，闸门被打开，交易人员很快就会通过这条非正规的渠道从事大量的交易，并且所有这些交易都不必与银行日常操作发生任何联系，不会在银行每天的损益表中得到反映，不会有账务或交易记录核对程序发生，甚至不会受制于银行其他任何内部控制机制。随着像 1987 年、1997 年、1998 年或 2001 年那样的市场危机的出现，交易人员私自积聚的大量交易就会随之出现亏损。当交易人员或内部控制人员偶然再次发现交易员所剩余的交易头寸时，却不得不因为银行自身内部控制的失灵（例如，“我们忽视了这些交易，因为这些交易并没有纳入到交易系统的主体中去”），承担该交易员所产生的 100 万美元（甚至1 000万美元或 1 亿美元）的损失。很多银行多出现过上述这种情况，而且未来还有可能继续出现，因为无论银行机构的高层管理人员说得多么好听，业务的压力常常会打破内部控制体系的约束[很难有华尔街银行机构的高级管理人员，仅仅因为银行的操作体系无法处理一项交易的某些特定要素，就拒绝与自己的金牌客户进行一项额度达 10 亿美元的 10 年期的新异衍生证券交易（该交易将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给银行带来2 500万美元的潜在利润)]。因此，等到数据处理与技术水平以及内部控制程序都能够与那些建立激进的经营预算/目标之上的、难于监控的创新性业务步调一致时，很可能还会出现更多的问题(银行机构的股东们不得不不停地为银行所遭受的损失买单)。

与基础设施存在缺陷一样，糟糕的内部控制方针和程序同样也是造成华尔街出现错误和过失的缘由。实际上，业务的内部控制方面所存在的不足，必定会为银行本身和客户造成更大的麻烦与损失。如果内部控制方针不存在，或者没有适当地阐述某项业务的风险特性，包括局部的特性或区别于其他风险的细微差别，在实际操作中就有可能导致内部套利或交易员以权谋私的行为，或者在处理客户相关业务时出现执行上的错误。事实上，大部分银行都花费大量的时间与精力尽力去完善内部控制制度(例如，清算程序、抵押品管理程序、变现能力差的存货的价值评估准则、模型定价基准，等等)，以便缩小内部控制体系与实际操作过程之间所存在的差距。但对于一个业务繁多的大型机构而言，要做到这一点非常困难(当不断地有新的产品进入交易平台，不断有新的客户关系形成时，则尤其困难)；除非付出巨大的努力，内部控制制度很快就可能过时，变得不再有效、不再切题，甚至削弱整个内部控制体系。

显而易见，糟糕的技能和内部控制体系可能直接导致错误和过失的发生，包括本可以避免的操作与交易风险所造成的损失、错误对待客户，以及内部欺诈行为。事实上，华尔街所存在的种种不足，正是包括无效的公司治理结构与糟糕的管理在内的诸多缺陷直接造成的。在下一章，我将看到，外部经营环境中存在的不足有时候会与上述这些内在的缺陷同时迸发，一旦这种情况出现，结果可能更糟糕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　外在的不足

华尔街所出现的错误和过失，不能完全归咎于领导无方的董事会成员与高层管理人员、太富侵略性的交易人员与投资银行人员、不甚道德的销售人员、存在利益冲突的研究人员，以及经验不足的内部控制人员等的不当行径。他们的行径有意、无意地得到了外部经营环境中所存在的种种问题的协作。当然，这不是要为华尔街推诿责任，华尔街首先应该为它所做过的事情、为它的行事方式、为它所犯的错误和过失，以及它所造成的损失负责，不可能期望有替罪羊，也不可能推卸责任。但外部力量也是整个监控与制衡体系中不可或缺的一部分，监管人员和审计人员作为外部监控体系的代表，如果华尔街出现问题，他们应该站出来承担自己的责任。虽然他们所作的工作大多是成功而有效的，但并非在所有方面都如愿发挥了作用。这些外在的监控组织可能是华尔街整个监控链条中较为薄弱的一环，很多问题的出现都要直接或间接地归咎于此。如果他们不为他们的失职行为承担责任，那么，构筑外部监控和制衡体系，从外部审查华尔街还有什么意义？如果名义上对这些监控行为负责的外部机构无法履行他们的职责，甚至使事情变得更糟，那么为什么还要费尽心思去监管、评估、审查或审计银行机构及其员工？为什么还要制定那些无效或无人遵守的法律和法规？与其如此，为纳税人和股东们省些费用不是更好吗？与其如此，取消那些常常不甚可靠的“监管/独立审计师”官方认证，免得股东、个人以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构投资者仍然依赖他们的监控行为作出不当的决策，不是更好吗？

未能从外部仔细审查、监控或约束华尔街的，并非只是监管机构和审计机构。信用评级机构、激进的机构投资者，以及声势浩大的消费者保护团体也应当负有监控责任，但有时候，他们并没有起应有的作用。但在本章的讨论中，我们将只探讨监管和审计这两个最重要的外部监控机构，因为一旦事情偏离了正确的方向，人们总是期望他们能够起到应有的作用。

不足#1：迷失的监管机构

华尔街庞大而复杂，必须由多个不同的主体进行监管，这些监管机构包括：美国证券交易委员、美国期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission，CFTC）、美国联邦储备局、美国货币监理署（Office of the Comptroller of the Currency），以及部分州政府机构。每一个机构都有其特定领域的管辖权限，并负责评估和实施一定的金融活动（虽然他们有时进入其他机构的管辖范围执法，例如，为了彻底调查不正当的研究分析、共同基金销售、交易等问题，州总监察长常常也承担美国证券交易委员会的职能，而美国证券交易委员会与美国期货交易委员会常常也会在某些衍生证券交易监管中争相出击；这种监管中的越界行为并不一定有害，因为监管机构和其他任何机构一样，也会有疏忽的时候）。无论他们监管哪个领域，他们所从事的是一项难以获得人们肯定的工作，但即使他们只是设法推迟了问题的出现，也应该值得人们感谢，因为他们的工作是相当艰难的。他们极力监控所有可能出现的问题，并且确实也做了很多有益的工作。当然，有时候他们的监控发挥了有效作用，但有时候却并非如此，但即使是没有发挥有效作用，通常也并非是他们没有努力。

一般而言，银行、证券机构、经纪机构与基金和监管人员都属于政府公务员，他们负责对每个机构的经营活动和财务状况进行监控。如果他们无法完成所有这些日常监控活动，他们就把他们的部分职权授权给自律监管组织（SROs）和单个机构（以及他们的监察/控制功能），然而，正如前文所述，这样做并非总是能够发挥应有的作用。监管人员因为他们的工作获得了较为丰厚的公务员薪资，他们每天过着朝九晚五的日子，有着良好的社会保险，大多数人具有大学（甚至以上）学历，有的获得了金融领域的全面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

培训，尽管对于多数人而言，尤其是现场监察人员而言，财务审查和执法是他们的第一份工作。

但是，监管机构所负责监控的是一些经营非常复杂的机构，这些机构在国内外有很多经营实体从事纷繁复杂的业务。如此看来，监管人员这样的教育和从业背景并不足以使他们胜任监管工作。他们可能无法完全理解华尔街每一项业务的操作流程，可能没有途径获得他们所需要的全部信息，他们也可能被人故意误导。而且，与他们交手的十有八九是那些藐视监管程序的家伙。此外，监管机构的人手也严重不足[例如，美国证券交易委员会所属的检查办公室(Office of Compliance Inspections and Examinations)2003 年仅仅只有 500 名监管人员，却要监管8 000多个共有基金和7 000多个投资理财顾问；该机构的监管量在过去的 20 年中增加了 80%，而监管人员的增加却不到 30%]。从这一点来看，监管机构面临的挑战似乎更加严峻，若是他们无法自始至终保持有效的监管，其实并不怎么值得奇怪。

更为不幸的是，监管过程也备受监管机构自身不足的困扰，不得不分派一些经验不足的监管人员从事审查工作，这样审查过程很有可能变成简单的“选项式审查”(checking the box)，现存的状况仍然能够继续，利益冲突也得不到有效遏制。监管人员或许要等到问题暴露出来，大家都知晓以后才能赶赴现场，而此时，对那些已经遭受损失的人而言，意义已经不大。这些都表明外部审核程序或许是无效的，他们帮助华尔街避免错误和过失的可能性也大打折扣；等到他们发现华尔街错误或不正当的行为时可能为时已晚(即便并非完全如此，但考虑到华尔街所存在的诸多问题，监管机构至今却没有揭露出任何一个，就知道问题的严重性了)。接下来，让我们更加详尽地探讨监管机构中所存在的问题。

监管经验过于不足

不幸的是，监管机构很多职能的行使都依赖于资历较浅的初级监管人员的日常工作，而这些人员对华尔街的业务，以及华尔街如何运作业务根本摸不着头脑，而且很多人由于经验过于不足，而根本无法把握并发掘出那些实质性的或潜在的重要问题。他们缺乏实践经验，无法理解金融机构或其他一些中介机构的运作原理，也无法判断真正的问题会出现在哪些地方。也正是因为他们资历太浅，他们很可能被别有用心的人所误导。一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刚刚大学毕业的监管人员就算是发现了一些明显不符之处，在征询过程中也可能很快就能被经验丰富的财务控制人员、交易人员，或风险管理人员“忽悠”过去。他们还会不断地去征询、质疑、评判或者探察这些不符之处吗？也许不会，因为这样做需要他们具有自信心，而自信心则来源于经验，他们没有经验。同样，这不能怪罪于他们，在他们所具有的知识和经验水平下，他们几乎已经尽了他们最大的努力。然而，在保护华尔街利益相关方的过程中，相对缺乏经验的监管人员并不能增加任何价值（咨询公司麦肯锡所提供的一份独立的调查报告，在评价美国证券交易委员会的状况时指出，该机构“缺乏系统地识别并确定风险所需要的组织结构和经验”）。[1]

监管机构中为什么会存在如此多的缺乏经验的职员呢？主要是经济上的原因。正如前文所述，监管人员属于政府雇员，政府有它的薪资支付标准和预算。如果不提高薪资水平，就无法吸引有经验的人才，而如果无法动用纳税人的钱，就无法提高薪资水平。这很不幸，却是很正常的现实。

选项式审查

如果监管机构更重形式而非实质，更重简单的核实而非严密的论证，那么他们就会出现错误和过失。因为如果是这样，他们所看到的仅仅是苹果鲜亮的外表，而没有注意到苹果的内部其实已经腐烂。一项典型的监管审查过程（由一些资历较浅的监管人员，在一些资历较老的监管人员的指导下完成）大致如下：资历较浅的初级监管人员尽力收集交易凭证、信贷文件、损益报表，以及风险信息等，并利用所收集到的资料把某些交易事项联系起来。他们也会与一些内部控制人员进行访谈，找出几个不甚重要的问题故作玄虚。（例如，这个票据的时间弄错了，那个信贷文件没有附上上年的资产负债表……谁在乎这些？）但仅此而已，接下来就会撰写一份报告（类似于“问题说明书”），基本观点是绝大部分做法没有问题（他们总是要找出某些“小的改进余地”，因为他们不希望被审查的银行看起来是那么完美。大家都知道银行机构本来就没有达到完美的程度！）。当然，有时候银行机构也可能被审查出更为严重的问题，但这并不意味着有什么更深的含意。整个监管过程就是这么回事，当下一年，或者下一轮监管审查再次来临时，还是如此。同样，这一切还是不能怪罪于他们，以他们的知识和阅历，根本就不可能有效地发掘问题。他们在踏入银行门厅的那一刻起，就注定无法实现他们的监管任务，因为他们常常过于关注那些无关紧要的事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

项，而无暇顾及那些真正重要的问题，而这些问题只有那些具有丰富的监管经历，并对银行机构及其业务都完全熟悉的人才有可能发觉。从另一方面看，若是那些与银行机构天天唇齿相连的内部审计人员，常常都无法发觉银行所存在的问题，那些计穷智短的监管人员在一两周之内怎么可能发现什么问题？显然不可能。因此，他们的监管审查行为或许不会产生什么新的价值，但如果在他们所签发的监管报告首页中盖上“通过”的印章，所有的人都会觉得满意。

然而，所有这些都存在一定程度的危险性，因为松弛的监管审查滋生一种虚假的自我满足感。投资者和客户等利益相关者听说 XYZ 银行刚刚通过了监管机构的年度审查，或者该银行完全遵守了财务杠杆与资本规则、内部控制方针，以及交易保证金指南，或许会认为该银行一切都很好。但事实上，监管机构所要求、审核或同意的许多信息（就算不是全部）都是“形式重于实质”的东西，也就是说利益相关者们所需要的、能够真正保护他们的信息，却根本没有列入监管机构的审核范围。譬如，如果银行机构坚持宣称他们已经把财务控制部门与衍生证券交易部门分离开来，能够保证价值评估的独立性，而监管机构往往乐于相信银行的话语，并在相应的审核栏目中盖上一个大大的“通过”印章；但监管机构可能根本不知道，负责独立核实长期新奇期权交易价值的内部控制人员，是一个大学毕业刚刚两年的年轻人，在交易人员的恐吓下，已经完全屈从了，无论交易人员提供何种凭证都是照单全签（而交易员自然已经依照自己的意愿，把账面价值错误地评估了5 000万美元，以便得到更高的奖金）。形式重于实质＝虚假的自我满意＝当心。一些金融机构甚至逐渐领会到，如果他们能够达到这些基本的“形式重于实质”的监管要求，就不会有监管机构深入调查他们，他们也就能够在相当大程度上为所欲为（这倒不是说他们将会做一些十分有害的事；他们只是不希望监管机构接近他们，监控他们的任何行动）。

当然，监管机构偶尔也会走出他们的固有模式，以不同寻常的方式进行监管（不论以何种姿态）。他们很少关注资产的流动性、资本的充足性、调整的在险价值（value at risk），以及对 1933 年和 1934 年《证券交易法》细节的遵守，而是孤注一掷，按照自己的预感、揭发者的提示，以及所收集到的不甚准确的事实或投诉展开监管行动。他们派遣经验丰富的调查人员和律师重点调查某个常人意想不到的领域，查证大量可能证明不正当行为存在的文件或电子邮件，盘问银行机构的高级管理人员为什么要采用不正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当的方式开展业务。这种方式就是前地方检察官鲁道夫·朱利安尼(Rudolph Giuliani,后任纽约市长)调查20世纪80年代末到90年代初投资银行业所发生的一系列内部交易丑闻时所采用的方式。斯皮策(Spitzer)在新千年之际,揭露了华尔街的研究分析丑闻,以及共同基金业务很多不为人知的不正当作法。盖尔文(Galvin)以及马萨诸塞州的官员也在波士顿使用过同样的手段进行监管。这样做的结果是,更加真实、更加有效、更有针对性地维护了华尔街的诚信,但这些仅仅是例外,而并非成规。

认可华尔街的现状

有时候,监管机构的监管没有产生实际作用是因为他们没有挑战现状。如果事物按照它们所惯有的方式运转,就会非常自在和舒服,华尔街也完全如此。虽然华尔街一直在不断地变化,但监管和监察准则却基本没有发生任何变化,这就是说,如果监管机构没有发现银行机构没有完全按照专业性的操作准则行事(或者,银行机构的某些经营活动根本就没有相关的准则可以遵循),只要没有人投诉或者受到伤害,他们就会放任不管。何必自找麻烦?

这种情况在很多领域都曾出现过。譬如,柜台交易衍生证券(OTC derivatives),第四章我们曾经提到过这种金融合约,如果银行机构和客户都很清楚它们的运作方式,而且在它们的定价、风险对冲或价值评估过程中都没有出现异常的事情,那么它们是很有益处的。但如果它们没有得到适当的监控和审查,他们也可能是极其有害的。柜台交易合约(OTC contracts)显然没有受到监管。外汇交易市场由美国期货交易委员会监管,期货和期权交易由芝加哥商品交易市场(CME)和芝加哥期货交易市场(CBOT)监管,其他相关业务也有监管机构的监管。为什么独独柜台交易合约市场不存在相应的监管?就是因为它们历来如此,在过去的30年中,柜台交易合约市场就从来没有受到过监管,为什么现在开始监管?该市场的交易市值已经增长到了87万亿美元(蕴含信用风险6.4万亿美元),到目前为止还没有出现过任何重大的灾难性事件(实际上,该市场也经历过好几次危险的时刻,但最终顺利地度过了),因此,有什么大惊小怪的(根本不在意一些客户已经遭受了严重的损失)?心猿意马式的监管也曾出现过好几次(例如,20世纪80年代中期,以及90年代初期),但在国际掉期和衍生证券业协会(International Swaps and Derivatives Association, ISDA,该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

协会是华尔街衍生证券交易行业的代表，是一股非常有实力的游说力量）的游说下，每次都很快就偃旗息鼓了。监管机构也曾进行过几次力度不大的尝试，试图增强衍生证券交易市场的透明度，使银行机构披露更多与风险经营相关的有益信息（因为这些信息往往是相当重要的），但不幸的是，这些增强监管的努力几乎没有获得什么成效；银行机构在季度或年度财务报表中所披露的柜台交易衍生证券风险还是微乎其微。沃伦·巴菲特（Warren Buffett）的言语足以告诫人们，衍生证券交易是一项需慎重对待的业务，根本不具有透明性，他说道："当（我们）读完大型银行机构财务报表中关于衍生证券交易冗长的附注以后，我们惟一能获悉的信息就是，我们不知道该机构到底承受了多大的风险。"[2] 如果巴菲特都无法明白，其中或许真是大有学问！这样的状况还会继续，因为柜台交易衍生证券交易的现状还会延续。

属于纽约证券交易所（以及美国证券交易所和其他证券交易所）监管范围的提前布局行为，是监管机构不愿改变华尔街现状的另一个例子。在第六章我们曾经提到，如果专业会员交易商（specialist）为了获得客户交易以后市场波动所带来的收益，在执行客户的交易前进行交易，那么他们的行为实质上违犯了交易规则。但这种提前布局行为为什么至今还一直在发生呢？原因在于延续监管现状，以及自律监管组织的无效监管。专业会员交易商经常进行提前布局交易，他们就是依靠此种方式，赚取额外的收益以弥补费用或承担专业会员交易商应该承担的风险，这不过是华尔街另外一个公开的秘密而已。事实上，监管机构并没有极为严厉地要求证券交易所采取措施。在 20 世纪 60 年代初期、60 年代末期、90 年代初期、90 年代末期，美国证券交易委员会都曾要求纽约证券交易所严格查处提前布局行为，但纽约证券交易所却一直拖延，没有立即采取有效措施（华尔街经常这样拖延，除非整个事件已经引起了公众的关注才会采取断然措施；此后，所有的人似乎都清醒了，至少暂时如此）。例如，1963 年，美国证券交易委员会就曾斥责纽约证券交易所在处罚涉及提前布局之类的违规行为时"柔弱有余，而严厉不足"。但美国证券交易委员会又做了什么？什么也没有做，因为 40 年以后，同样的违规行为还在危害金融行业。

前文所探讨过的华尔街在研究分析中的问题也是如此。虽然有些多余，但我们还是不禁要问，监管机构是否应该为研究分析中所存在的问题承担一定责任？研究分析中所存在的利益冲突/组织结构问题已经长达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10多年之久，而他们却从来没有真正地对问题表示过任何质疑，这到底是为什么？为了延续景气的市场状况。如果市场持续繁荣，一般小投资者就变得更富有，实力雄厚的投资者也变得更富有，银行机构同样也变得更富有。这一场令人愉快的盛宴，为什么不让它继续下去呢？为什么要制裁那些行走在买卖双方之间的分析师呢？为什么要质疑投资银行业务部门与研究分析部门之间存在明显利益冲突的分析报告？事实上，研究分析部门与投资银行业务部门之间所存在的组织结构问题，多年以来一直存在，已经成立一种行业惯例。（当然，在纽约总监察长大力查处研究分析领域所存在的问题以后，其他监管组织也纷纷出动，加油助威。）

监管机构认可华尔街现行状况的例子还有很多，比如共同基金行业的择时交易问题，允许基金公司继续收取12(b)1费用。这些问题监管机构早有察觉，也曾承诺过要解决这些问题，但一直没有行动。这不是有效率的监管。

利益冲突

有时候，监管机构无法进行有效的监管是因为他们存在利益冲突。从微观层面看，这种情况比如，某个资历较浅的监管人员，希望有朝一日能成为华尔街一位举足轻重的人物，为了取悦银行，也为以后获得一个工作机会，他们就会为银行机构掩盖问题或者给予较为正面的审核意见。如果监管当局不禁止监管人员跳槽到华尔街（他们并没有尽职），而华尔街没有规定禁止雇佣监管机构的职员，这种潜在的利益冲突就现实存在。在更高的宏观层面，也可能存在利益冲突。最为明显的是主要的证券交易所，它们是拥有自律监管组织职能的商业经营实体。以纽约证券交易所为例，该交易所是一个由其会员（1 300个会员席位组成了交易所）所拥有的商业实体，形成了数千只股票的交易市场。它被授予了特殊的监管权利，这意味着它每天对自己进行监控，确保每一个会员正当地行事。这在实际操作过程中会产生问题。证券交易所既然是由会员们所拥有，它怎么能监督自己的会员呢？难道不会产生歧视和偏差？而且在2003年以前，该交易所的许多董事会成员都来自华尔街（27个董事席位中有12个来自华尔街），这当中也会产生利益冲突。此外，该交易所的董事会薪酬委员会[向时任纽约证券交易所总裁的迪克·格拉索(Dick Grasso)支付了超过1.4亿美元的薪资]中也有华尔街的代表，也会产生利益冲突。因此，该交易所能在监

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管过程中保持多大的独立性？事实上，也正是向格拉索支付的巨额薪资促使了政府部门采取措施，委任花旗银行前总裁约翰·里德(John Reed)为纽约证券交易所的临时首席执行官，并通过削减2/3的董事会席位和清除华尔街的利益代表而大规模地改组董事会[前高盛首席执行官约翰·塞恩(John Thain)担任纽约证券交易所正式首席执行官继续进行了这一改组过程]。无论是纽约证券交易所还是其他的交易所，作为自律性监管组织，其组织结构都留有历史的痕迹，也就是说，这一问题还是可以归结于监管当局乐于认可华尔街的现状。认可现状和利益冲突的存在不可能造就一个有效的监管体制。

* * * * * *

监控专业会员交易商

就在纽约证券交易所要极力(后来解雇了)摆脱首席执行官迪克·格拉索高薪丑闻对其公共关系的不利影响的同时，该交易所的监管机构(在美国证券交易委员会的严厉督促下)也展开了对其所属的专业会员交易商的不正当交易手法的调查，其中包括占据了该交易所95%的业务量的7家大型机构：高盛、高盛旗下的思比尔·利滋·凯洛格(Spear, Leeds & Kellogg, SLK)、拉布朗奇(LaBranche)、福力特(Fleet Specialists)、贝尔·瓦格纳(Bear Wagner，贝尔斯登是该公司小股东)、萨斯奎哈纳(Susquehanna)、范·德尔·穆伦(Van Der Moolen Specialists and Performance specialists)。调查主要集中于在执行客户指令前进行双向交易，掠夺客户利润的问题上。随着两家机构没有通过纽约证券交易所的监管审查，整个事件开始浮出水面，由此打开了潘多拉的盒子。不过，纽约证券交易所的监管部门的调查取证有些迟缓，美国证券交易委员会对此进行了独立的调查，也发现了一些对监管机构本身不利的信息。

正如本书前文所述，专业会员交易商就是要为归属于他们交易的股票提供有序的交易市场[例如，福力特是通用电气的，SLK是美国国际集团(AIG)的专业会员交易商，等等]，并通过管理拍卖竞价账户，在该账户出现不平衡时通过自己的账户买入或卖出股票，以确保股票交易的有序进行[显然，情况并非总是如此，当南方保健公司(Health-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

South)、安然，以及环球电讯公司的股票价格由于大量的抛盘而受到严重打击时，这些股票的专业会员交易商根本就没有履行职责；幸运的是，他们并不一定要介入，并在这些股票的价格直线下降时接下这些股票]。他们的势力非常强大，控制着纽约证券交易所80%的股票交易量。但以专业会员交易商为基础的场内交易体制却广受人们的批评，该体制被认为是一个为少数人所玩弄的摆设，很有可能（已经）被滥用，为了保护会员的利益常常不惜牺牲客户的利益。近年来，要求纽约证券交易所转变成一个基于电子交易与执行的、类似于纳斯达克证券交易所或电子交易模型之类体制的呼声越来越高，然而，该交易所的会员们却坚持不肯让步。[纽约证券交易所在一定程度上从美国证券交易委员会的“全方位交易”(trade through)规则中获得了利益；该交易规则的引入是为了确保在地区性交易所进行交易的投资者能在全国范围内获得最好的交易价格；一般而言，纽约证券交易所拥有最佳的“直接”报价，但这些报价并不是固定不变的（因为是通过电子平台产生的），而这意味着控制着纽约证券交易所80%以上交易量的专业会员交易商，仍然能按照他们自己的意愿选择价格进行交易（有人已经指出，纽约证券交易所每周所拒绝的更好的地区性交易所的价格至少有几千例）。]

虽然专业会员交易商也从基于佣金的证券买卖中赚取一定利润，但他们主要的利润还是来源于自营业务交易（这是一种潜在的利益冲突，因为他们很容易就能观测到交易量的变化）。专业会员交易商的自营业务交易量占据了纽约证券交易所全部交易量的1/3；这并不奇怪，因为自营业务交易的利润很高，可以达到30%～60%。为了确保交易的公正性，专业会员交易商应该恪守一些基本的规则，譬如前文曾提到过的，双向交易(interpositioning)与让渡义务(negative obligation)等规则，如果市场中有足够的买卖双方的筹码，专业会员交易商就不应该阻碍他们之间直接进行交易。他们不得提前布局[抢在执行客户指令之先为自己进行交易)、合谋（事先安排交易）或者侵占利润(penny jump，搜刮客户收益(skim off the top)]。

尽管在这些领域存在弊端，但由于纽约证券交易所同时具有自律性监管机构和交易所双重身份，存在内在的利益冲突，交易所本身所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行的监管制裁几乎可以忽略。错误的交易执行价格只有遭受到了特别的质疑才会得到解决，重大的价格差异以及相关的问题，也只有受到了质疑才可能以期望的价格得到及时执行，诸如此类的问题大量存在。还有些更加奇怪的问题，比如某个专业会员交易商的账户在一段时间内根本没有发生交易，不久后又突然出现大量的交易，随着客户交易指令的下达，价格出现了明显的变化，紧接着又执行了客户的交易指令。尽管这些不正当行为一直存在，但纽约证券交易所的监管部门对这些行为的监管却显得相当迟钝。即使沃克伍德(Oakwood)的丑闻(因为会员机构的欺诈性行为)发生以后，美国证券交易委员会要求纽约证券交易所加强监督管理时，也没有多大改观。1999 年，美国证券交易委员会再次督促该交易所监察所存在的不足之处，正如前文所述，这诱发了对双向交易行为的调查。实际上，纽约证券交易所并没有对自己的会员机构采取严厉的监管措施，1997 年至 2002 年，该机构的罚款总额仅仅只有1 900万美元，而美国证券交易委员会同期开出的罚单却高达 4.8 亿美元。事实上，美国证券交易委员会在其 2003 年所发布的调查报告中，更加彻底地揭示了纽约证券交易所监管功能的无效性。该报告批评纽交所没有对专业会员交易商进行有效的监管，在长达三年多的时间里没有关注到他们明显的违规行为(影响了 20 亿美元的股票交易)，而且对提前布局和双向交易等违规行为视而不见，造成投资者损失高达 1.55 亿美元。该报告进一步指出，该交易所的监管部门的负担过于沉重，并且缺乏从事监管活动的良好设备(比如，在 2001 年到 2002 年间，该交易所的监管部门发出了 640 例监管警报，而美国证券交易委员会却指出，它至少应该发现8 000 例)。美国证券交易委员会同时指出，专业会员交易商内部也缺乏自己的惩处机制，而且内部控制系统也不能起到应有作用。在美国证券交易委员会的调查结束几个月以后，很多专业会员交易商同意为自己的违规行为支付 2.4 亿美元罚金。但这忽视了更为重要一点，应该有其他的监管机构来监管专业会员交易商的行为。

* * * * * *

显然，存在问题的自律性监管组织并非只是纽约证券交易所一家。纳斯达克证券交易所、美国证券交易所，以及其他一些地区性交易所的运作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式与纽约证券交易所并无二致，也很容易出现同样的问题（还曾记得第五章所探讨的纳斯达克的“两倍 1/8”问题）。在执行监管责任方面，美国证券交易所也并非光明磊落。2003 年美国证券交易委员会严厉惩戒了该交易所，一方面是该交易所没有有效地监管好其会员的行为，另一方面是向监管机构谎报实情，掩盖事实的真相。事情可以追溯到 2000 年 9 月，当时美国证券交易所同意加强自己的监管工作，因为监管机构已经发现该交易所的专业会员交易商存在双重定价行为（大致而言，属于一种稳定价格的形式，在交易屏幕上所显示出来的价格买卖差价要大，而给予交易所场内的交易商的买卖差价要小）；同时，专业会员交易商系统性地忽视专业投资客户的交易指令，为他们执行的交易的价格远比他们所指示的要差。但是美国证券交易所没有采取实质性的措施解决这些问题，而且，这种情况直到 2001 年年末还仍然在发生（例如，专业机构投资者的交易指令只得到了 60%的执行，而一般顾客的交易指令却达到了 95%，歧视性的定价和交易指令处理仍然存在，等等）。客户们向该交易所监察委员会进行的投诉，被自然而然地忽视了。更为严重的是，该交易所向美国证券交易委员会发送的报告中，声称在他们的监察行动中，发现了 300 起违规行为，并已经提请监察委员会采取惩罚措施，而实际上，提交给监察委员会的案件只有屈指可数的几个。芝加哥股票交易所也出现过同样的问题，美国证券交易委员会曾指控该地区性交易所在 1998 年至 2001 年间没有有效地履行监管职责（其监管部门在 12 个月中有 37 起提前布局行为没有监察出来，有 76 次无法提供报价信息，等等）。所有这些都表明了自律性监管组织监管薄弱的现实。在期货和期权领域，也存在同样的监管结构，美国期货交易委员会与全国期货协会（National Futures Association）赋予了这些交易所相应自律性监管权利。因此，即使美国期货交易委员会也监控期货交易商的行为，但自律性监管组织的存在使得他们放松了日常的监管。问题的关键在于，交易所是否过于放任自流，正如纽约证券交易所、纳斯达克证券交易所，以及美国证券交易所一样。自律性监管组织，从 21 世纪早期的情况来看，由于其内在的利益冲突，其监管职能没有有效地发挥作用。

亡羊补牢

有时候，监管机构要等到羊群已经丢失了以后，才想到要修补羊圈，这不会很有效。由于监管机构没有意识到问题的存在，或者虽然意识到了但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反应过于迟缓，或者没有足够的资源去解决问题，或者上述三种情况兼而有之，华尔街所存在的问题越来越严重(最终，导致错误和过失出现)，这表明，有些问题必定会在引起监管机构的足够重视以前就爆发(正如麦肯锡关于美国证券交易委员会的报告所指出的，“监管的介入和执行总是太晚，无法阻止市场发生大规模的损失”)[3]。这样的事例经常发生，似乎成了一种常规的操作程序，而并非偶然才发生的过失行为；监管机构很少能积极地、有预见性地在不法行为发生以前介入，或问题变得更加严重以前阻止问题的发生。比如说，在股市大崩盘以后才对股票交易抵押金要求、内部交易和审慎性审查等严加监管；1969 年在违约总额高达 40 亿美元，100 多家经纪机构陷入困境以后，才对纽约证券交易所和经纪机构严加斥责；20 世纪 80 年代新兴市场出现大规模的债务偿还延期以后，才强制银行遵守资本金准则；90 年代初期合谋行为大量出现以后，才对全国证券经纪商协会(NASDs)的自律性监管组织进行改组；90 年代中期个人和机构投资者遭受严重的损失以后，才加强对保险和结构性证券销售的监管；1998 年金融危机的出现证明在险价值模型(value-at-risk model)测度市场风险存在缺陷以后，监管机构才发出相应的警示信息；在吹捧股票价格(touting)、分股等欺诈性行为已经引发了投资者严重的损失以后，才在新千年之际要求银行机构的研究部门和投资银行部门保持独立性，等等。

同样，这也很难怪罪于监管机构。他们监管的范围太广，需要在同一时间处理很多十分紧要的事情，怎么能期望他们能够积极主动地进行监管呢？但是他们的不作为行为为华尔街的不法行为提供了可乘之机，只要监管机构不能及时发现他们的阴谋行径，他们就会不择手段地大发不义之财。

显而易见，监管中存在漏洞、不足和缺陷，意味着华尔街难免会受到自己和别人的伤害，也为华尔街的错误和过失一次又一次地重复出现提供了可能性。最为糟糕的或许是，这样的监管会导致人们滋生一种虚假的安逸情绪，华尔街的股东和客户们或许会认为，在监管机构的监控下，一切都会平稳有序地进行，那些胆敢违规的机构在第一时间就可能被发现并制服。然而，事实表明，这种可能性很小。

不足 #2：迷失的审计机构

接下来，探讨外部审计机构在华尔街所出现的问题中究竟起了什么作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用。审计人员(绝大部分服务于四大会计师事务所：德勤、安永、普华以及毕马威)是对企业财务状况和财务管理进行独立评估的人员。作为审计人员，他们就是要审核、审查、查验，并验证企业的经营状况。审计的最后程序就是要出具一份审计报告，一般而言，他们都认为企业的财务报表不存在问题(比如，年度财务报告公允地反映了企业的财务状况，所有重大方面都遵循了公认会计准则，等等，不幸的是，这些信息并没有太多意义)。如果华尔街的利益相关者们看到无保留的审计意见，他们本应该可以高枕无忧，因为无保留意见意味着注册会计师应该已经仔细审查了客户企业(包括华尔街的银行机构)的账目，能够确认所有重大方面都不存在问题。

为企业年度财务报表签署审计意见并提供管理意见书只是审计人员所做的很多工作中较为显眼的一种，他们所做的其他很多工作不为一般人所知，比如验证内部控制、政策、程序，以及查核模型与估值等。这意味着审计机构技术上可能存在不足。而且，审计机构的业务就是审计，但他们也喜欢为银行机构(为所有企业)提供额外的咨询服务。而这意味着审计机构存在利益冲突的可能性。审计机构在技术上的不足，以及所存在的利益冲突使他们迷失了方向，对保证华尔街平稳有序地运行丝毫没有起到作用。本节就探讨这一问题。

技术不足

前文曾经提到过，华尔街是一个相当复杂的场所，它们所从事的很多业务都具有极高的技术性。需要一定的技能、经验和阅历。这意味着，作为审计华尔街银行机构的审计人员，同样也需要具备相当的能力，应该要知道自己在做什么、需要什么、怎样提出适当的问题、怎样深入地分析、怎样发现不符点、如何反驳自私的交易人员、如何在真实的结果出来以前坚持原则(这大致与监管人员的工作差不多，只是审计人员的工作应该更加深入，更具挑战性)。不幸的是，有些审计人员无法完成自己的工作。审计人员当中，那些面对华尔街的投资银行人员、交易人员，以及风险管理人员，仍然能够坚持自己立场的，都是那些在审计界经验丰富的老兵，而他们大部分都是审计机构的合伙人，事务繁忙，根本没有时间参与调查工作或探察客户的问题。结果会是什么呢？初级审计人员承担了大部分的繁杂的工作，企业一年中前三个会计季度的财务状况的核实和审查都是由他们来完成的(最后一个会计季度和下一个会计年度的第一个月主要进行与披

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

露企业年度财务报告相关的工作）。初级审计人员像无头苍蝇一样，不停地向银行机构的业务人员和内部控制人员问东问西，比如征询各种交易票据、报告、文件、对账单、重大变化、明显的错误等，以便他们能够完成自己的工作底稿。与银行机构的监管人员一样，他们很少能利用他们所收集到的数据的详尽信息来证实银行机构所存在的违规行为。他们所提供的审计报告几乎不会有太多的实际意义，因为他们遗漏了太多的重要信息。而且，他们主要进行的也是所谓“选项式审查”工作，并以此推断银行机构的内部控制有效/无效，几乎不可能发现某些重要的控制程序存在问题或者揭露银行内部人士极力想要掩盖的信息。无须深入的调查，我们就可以发现这些在技术能力尚显不足的初级审计人员，在所罗门、基德、巴林、完全第一银行、瑞士联合银行，以及澳大利亚国民银行所发生的严重的内部控制失效与损失中到底起到了怎样的作用[以及对安然、世通、泰科、南方保健、环球电讯、埃菲亚(Adelphia)、帕马拉特(Parmalat)等企业审计中所出现的过错，但这些本书暂且不作探讨]。这些机构的证券交易/开发人员利用内部控制和政策方面所存在的缺陷，试图掩盖损失或者牟取不义之财，所犯的欺诈行径长达数年，或者由于财务控制系统没有起到很好的预防作用，在不知不觉间连续多年犯下操作错误。这就是说，每一年的年度财务审计，审计人员都很轻易地忽视了这些问题。他们并没有尽早审计出问题，或者仅仅是因为后来问题越来越大才发觉。（试想一下，3.5 亿美元，或 6.91 亿美元，或 14 亿美元的损失能掩盖多久？衍生证券交易中高达 2.8亿美元的账面不符能够维持多久?）由于审计人员技术能力上的不足，外部的监控和制衡系统未能审查出他们本应该审查出来的问题。审计人员或许会认为这对他们来说不甚公平，如果单个的员工、业务团队，或者整个银行机构都试图通过伪造文件或撒谎等来欺骗自己的机构及其投资者，审计人员几乎不太可能通过审计发现这些不正当行为。这在某些情况下或许是对的，要审核出那些存心进行欺诈的人的行径是一件很困难的工作。但倘若果真如此，那么审计机构还能带来什么价值？银行机构的股东们还不如为他们自己省下审计费用呢。如果银行机构在某些不为人知的或未经核对的账户隐藏着数亿美元的损失，而审计机构签署的审计意见却说它们的财务报表公允地反映了它们的财务状况，符合公认会计准则，那还有什么意义呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利益冲突

部分审计工作之所以出现过失主要是因为存在利益冲突。审计人员也是人，他们也面临着常人所面临的诱惑，比如获得更多的业务和更多的收费、更高的薪酬，甚至在华尔街的大型机构谋得一份差事。事实上，这些诱惑及其导致的利益冲突是极其严重的问题，因为这可能导致人们对审计机构向利益相关各方所传递的独立评价意见产生一定程度的怀疑。这些利益冲突譬如：审计工作与咨询工作、调换工作，以及长期业务关系之中所存在的利益冲突，等等。

审计机构就是进行审计，那是他们本职所在。但不幸的是，他们也喜欢提供咨询，为别人提供建议，有时甚至还极力营销他们的咨询本领。实际上，他们喜欢一切能够带来收费的业务——比传统的审计业务能够获得更高收费的业务。20 世纪 90 年代，“五大”(“四大”＋安达信，该事务所在安然事件中引火烧身)发现，如果他们告诉银行机构和企业如何进行重组，该采用何种战略，如何隐藏收入以规避税赋，如何贯彻实施技术平台以服务客户，等等，他们就能从中赚取更多的收入。事实上，审计以外的咨询业务和营销特权对银行机构而言颇具吸引力。因此，审计服务倒成了为获取其他业务可牺牲的筹码，成了被人冷落的业务，不再是承载“五大”(实际应该是“八大”，后来部分事务所合并了)卓著声誉的首要的、具有增值作用的服务。所有的人都想成为咨询师，没有人愿意从事审计工作。审计也仅仅是为了获得新的管理咨询项目的敲门砖。90 年代末期，随着审计事务所的咨询部门的逐步繁荣和扩张，大多数事务所决定(或在监管机构的要求下)把咨询部门剥离出去。因此，审计业务部门开始建立他们自己的咨询团队。但他们的主要业务范围集中在税务筹划，以及特殊目的载体/结构性证券交易等领域，其中绝大部分业务发展得不错。这是否存在利益冲突？审计机构在一方面应该要独立地评估客户机构的财务状况和内部控制状况，但另一方面又忙于为客户机构创造结构性证券，并向他们推销一些必将改变他们财务状况的业务。两种业务他们都要收取费用。因此，如果审计机构想获得盈利空间丰厚的咨询业务，就有可能无法顾及审计工作，就有可能不再像他们本来应该那样地就银行机构的财务状况或内部控制缺陷进行质询、质疑和争辩。试想一下，如果咨询业务团队提出一个巧妙的避税计划，能为银行机构每年规避2 500万美元税赋，而审计业务团队

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却认为该项税务筹划即使没有违犯税法条文，也违背了税法的立法精神，哪个团队将在争论中获胜？或许，审计业务团队最终会作出让步，同意为咨询业务部门的筹划方案进行一些“技术”处理，而咨询业务团队由此可以获得700万美元或1 000万美元的收入。涉及的金额可不少。立法部门最终发现了这一利益冲突的存在，在2002年通过了《萨班斯—奥克斯利法案》(*Sarbanes-Oxley Act*)(在安然事件推动下进行的公司治理改革法案)，以防止这种利益冲突的出现，但是审计机构还是通过这样或那样的方式从事咨询服务，审计与咨询业务之间的分离还没有真正地实现。

还有一种利益冲突就是调换工作。正如前文所述，许多审计人员实际上并不希望从事审计业务。但很多人把从事审计业务看作从事其他更好的业务的跳板，比如跳到华尔街的银行机构从事一些有趣而且薪酬丰厚的业务。从事并购或者市场间的交易业务就肯定要比核实账务以及确认非流动性的债券的价值评估是否公允，要更加有意思得多。因此，审计人员中存在这种利益冲突并不奇怪。如果审计人员希望转行到华尔街工作，为了在潜在的雇主面前表现出合作的意向(正如银行监管人员)，他们就可能无视一些重要的发现，或者避免与银行机构的主要当事人进行对质。绝大多数银行没有明确规定不能从外部的审计机构招聘雇员，因此，无法阻止审计人员为了获得更好的职位而渎职。

审计机构与客户银行机构之间建立起的长期合作关系当中也可能存在利益冲突。在大多数情况下，银行机构在10年、15年、20年，甚至更长的时间里都聘请同一家审计机构，这意味着两者彼此非常熟悉。他们经常在一起办公，审计人员定期造访客户银行机构的总部大楼，外部审计机构的合伙人也时常被邀请参加银行机构的内部会议，等等。既然他们的关系如此之紧密，那么他们能否保持应有的无偏性和独立性？即使他们不存在有意帮助银行机构做一些不该做的事，但他们在诠释公认会计准则和税收法典时，是否会因为与客户银行的良好关系而更加“谅解”他们所存在的很多问题？15年的合作历史不容忽视。更有可能存在利益冲突。

问题的关键在于，华尔街的错误和过失不能仅仅依靠外部的力量而减少、避免、最小化或者防止。监管机构和审计机构几乎很少能在损害发生前就起到揭露问题或防止不正当行为发生的作用。但这不能归咎于他们，他们尽了他们最大的能力(虽然他们不时也会注意力不集中，缺乏重点和动力)。两个机构需要监控的事情都太过繁杂，都几乎没有足够的资源来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

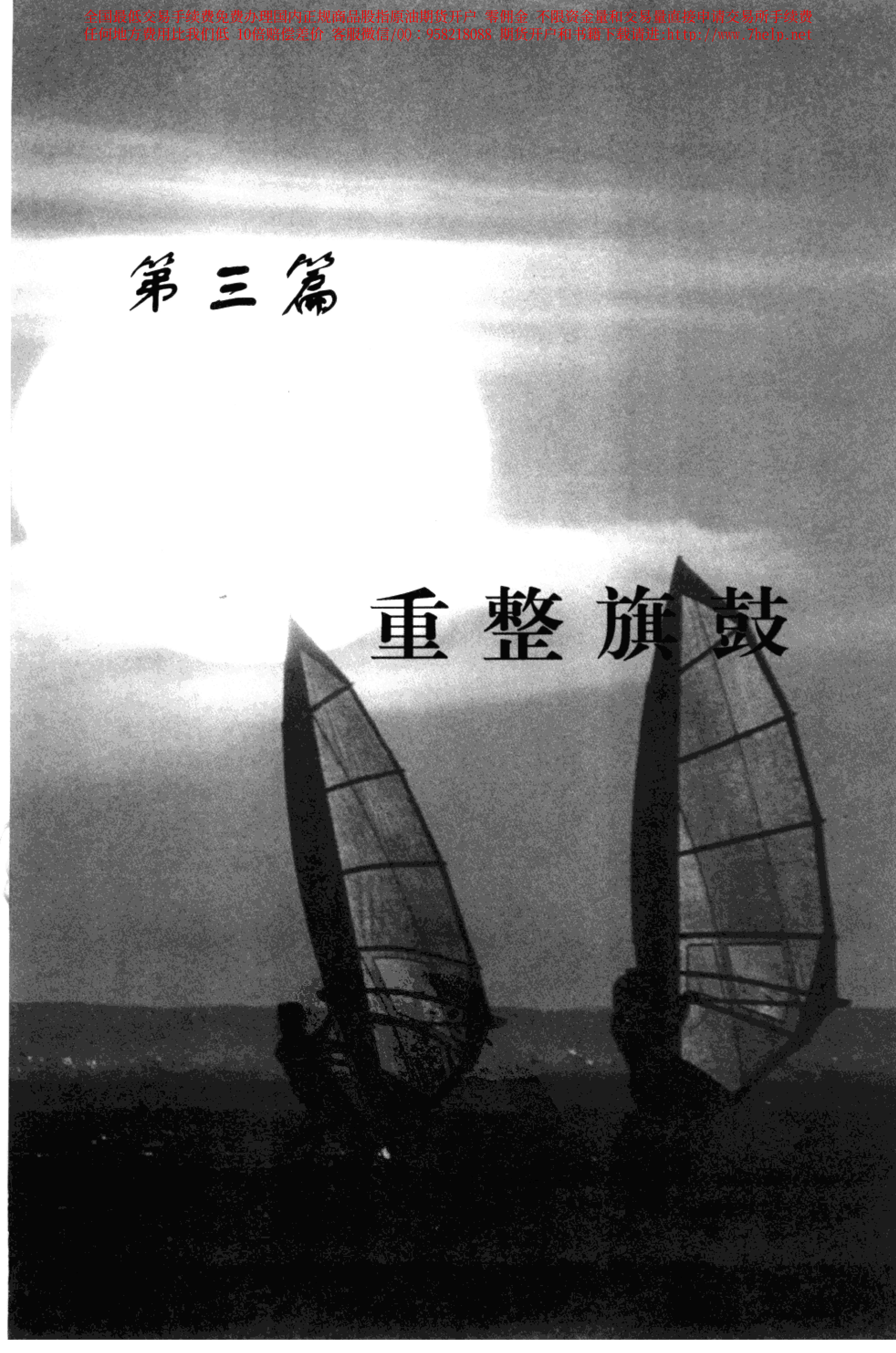
解决本书讨论的所有问题。不同的是监管机构在干预和防止市场混乱在整个金融系统的传播方面似乎更加有效。如果发生重大的金融问题(通常是由于华尔街的财务杠杆过高或所承担的风险过大所引起的)，不少监管机构会在幕后采取措施保证金融系统的稳定。一旦问题得到平息，几乎很少或根本没有进一步的措施跟进。在公众舆论的责难之下，一些金融机构或许会同意披露某些风险的更多信息或者在某个业务领域不再那么激进，但不久，大家又把这一切忘得一干二净，事情又恢复如常。这至少是为什么这些令人恐惧的金融危机必定还会发生的原因之一。华尔街没有实质性的压力去改变现状。

不幸的是，随着金融业的持续扩张，情况只会变得越来越复杂。随着华尔街不断进入新的市场和业务领域，并开始更有目的性地运用电子商务平台，监管的网络将会越来越复杂，出现监管盲点的可能性急剧增加，很多本来需要监控、审查和规范的业务可能逃避监管机构的法眼。除非有一天监管机构和审计体系能够真正地成为监控华尔街的有效力量，利益相关各方还得遵循买者自重的原则：不要认为监管的顺利通过和无保留的审计报告就说明万事大吉了。平静的表面下或许还隐藏着很多未曾被发觉的问题。

注释

1. M. Maremont and D. Salomon, "Behind the SEC's Failings," *Wall Street Journal*, December 24, 2003.
2. Berkshire Hathaway Annual Report, 2002.
3. M. Maremont and D. Salomon, "Behind the SEC's Failings," *Wall Street Journal*, December 24, 2003.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三篇

重整旗鼓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章 整顿内部秩序

前文探讨了华尔街是如何以及为什么会出现错误和过失（导致这些破坏性问题的基本因素形成已久），这为我们在本部分提出解决问题的对策提供了良好的背景知识。面对问题不应该只是一味责备或者丧失信心。面对华尔街如此多的不利消息，这无疑是最容易出现的状况，但我们更希望探讨如何能够解决这些问题。我们希望仔细思考思考华尔街如何能够整顿自己的内部秩序，以确保他们能够更加持久地以正当的方式开展业务，让顾客和股东免受不当行为的侵害。毫无疑问，不能期望一本书就能改变那些失误不断、故意错误行事，或者继续以原有的方式运作的金融机构。事实上，这样的期望也过于苛刻。但是，如果能让一些华尔街的人士重新思考一下他们的业务操作方式，从而能够使更多的错误和过失减少到最低的程度，那无疑就使华尔街朝正确的方向迈开了一小步。与前文把华尔街所存在的问题划分为内部问题和外部问题一样，我们也把如何克服过错的"处方"分成两部分，一部分针对金融机构本身（本章讨论），另一部分针对外在的利益相关方（下一章讨论）。

无论是大型的还是小型的、国内的还是国际性的、从事零售业务的还是从事机构业务的华尔街银行机构，都有许多不同的方式规范自己的经营。当然，其他的华尔街资本传导机构比如基金公司和证券交易所，也同样如此，但本章还将一如既往地重点关注银行机构。下文即将探讨的某些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方面(尽管并非全部)，很多有远见的机构已经开始在实施了。但有些机构之所以这样做了，是因为一时心血来潮，并没有将其转变为经常性的主动行为；有些机构虽然口口声声要遵循某些良好的行为和做法，但实际上却并没有如此，他们不但蒙蔽了自己，也蒙蔽了他们的客户和股东，让他们觉得银行的运转一切都很正常；还有些机构根本就没有任何表示。显而易见，前文所提及的种种问题无不证明了，华尔街所有的金融机构都还存在改进的余地。

“内部整顿”没有什么神奇的统一方案，但有 10 个基本准则是每一个华尔街的金融机构都能遵循的，严格地按照这些准则去做就能够降低意外失误或故意犯错出现的可能性。当然，银行机构不能机械地运用这些基本准则，因为这会导致更多“选项式的审查”，本身就会导致更多的问题出现。银行机构必须对这些基本准则有深刻的领会，并且必须以从上到下的方式，坚定不移地持久实施。如果银行机构的董事会和高级管理层都能够真正地参与进来，那么自上而下的变化就会在整个组织体系中发挥作用。如果不是如此，银行机构就会回到迷失的现状，前文所述的种种缺陷和错误还会更加频繁地出现。遵循这些基本准则可能需要投入一定的资金(有时甚至需要投入大量资金)。天下没有免费的午餐，但资金和人力资源的投入，很可能产生十分可观的回报。

下面就是所有华尔街金融机构都应该坚定不移地遵循的 10 个基本准则。

准则#1：确保董事会是一流的。改革必须从董事会开始：董事是股东的代理人，代表他们的利益。而且，董事最好能真正地代表股东的利益，因为是股东为他们提供了资金，并使得华尔街能正常运转。这就意味着董事会必须是一流的，因为银行机构必须具有适合的董事会成员，以保证银行按照股东的意愿正确地从事经营活动，从而吸引股东继续为银行提供极为重要的资本。



合适的董事意味着什么呢？积极、称职、独立、负责。如果银行机构的董事具备这些特质(除了银行机构内部的政治斗争以外，没有其他特别的理由能说明他们为什么做不到这些)，那么他们就有机会组建一流的董事会。而一流的董事会将能使银行机构持久地保持良好的公司治理，能确保股东的利益，并保证不断地有资本流入银行，银行的管理高层也将严守职业道德规范，这样银行就能保持增长，业绩不断提升，并坚持自己的主业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理论上的描述似乎很简单，但在实践中实现应该也不困难。能够胜任非常出色的董事的人很多，只要打破成规，把那些没有效率、沉迷于高尔夫球的董事从董事会中扫地出门就可以了。当然，这当中投资者也应该负起一定的责任，因为他们有一定的选举董事的权利，并且也应该能够很好地使用这些权利(而且，我们也相信，投资者们希望能够挽回他们在过去的数年中，由于银行机构不当的决策和不正当的行为而损失的数十亿美元，而这些损失部分最终要归咎于银行董事的无知、失职和懒惰)。虽然董事会提名委员会总会提出董事的候选人名单，但积极的投资者仔细地审视这一提名过程，并尖锐地提出自己的问题，比如被提名的董事是最合适的人选吗？他/她有什么资格胜任董事？他/她在技术上是称职的吗？是否有足够的精力？存在什么潜在的利益冲突吗？该董事能在履行这一职责上付出多少时间和精力？如此等等。重新组织一个董事会需要时间，对那些并没有董事任职期限的银行机构尤其如此(虽然很多银行坚持每年进行重新选举，那些确实难以胜任董事职责的董事，比如存在明显的利益冲突、缺席董事会会议，以及表决赞同与股东利益相背的决议等，那么，投资者就可以不再选举该董事继任)，但这是推动银行机构向前发展的惟一途径，因为如果董事会不改变，银行就不会改变。

因此，一个成功的银行机构的董事必须是：

积极：参加所有的董事会议，关心、维护并促进银行的利益。不缺席或心不在焉地参与董事会会议(或是仅仅为了董事薪金而参与会议)，而且不应该被其他的事务缠身，而无法起到作为董事的作用。

合格：在技术上称职，并对金融、华尔街、会计、风险等对银行机构非常重要的事务十分熟悉。董事会中有几个对专业知识不甚熟悉的人是可以接受的，因为他们能够为董事会多一些有益的外部观点，但如果董事会成员的知识结构过于宽泛，在进行简单的技术性决策(以及其他一些重要问题的决策，比如向新的业务领域扩展，承受更高的风险，或者收购竞争对手)时就有可能犯下错误。

独立：不存在利益冲突，也就是董事与银行机构之间不存在利益交换的条件，不存在咨询业务安排或者业务转移；不是为了获得不正当的业务而赞同庞大的高层管理人员薪酬计划，不轻易放过对 CEO 的审核，不是为了与高层管理人员保持紧密的私人关系而不去质询或质疑他们或接受他们的欺骗之辞。整个企业界，华尔街作为其中的一个部分，已经多次证明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了董事会存在利益冲突会带来怎样的毁坏性结果；如果董事会成员存在利益冲突，他们要么清除利益冲突，要么选择离开（值得注意的是，董事会成员仅仅披露所存在的利益冲突，而继续进行原有的业务是不够的，利益冲突必须得到实实在在的清除）。

负责：无论决策是好是坏，都要敢于对所作出的决策负责，绝对不允许在事情变糟时逃脱责任。那些不愿意为他们所作出的决策或者在他们指导下形成的决策承担责任的董事会成员，不可能为银行机构增加任何价值。因为这表明他们明显只是为了名望、社会关系或薪金而占据董事位置，而不是代表和增加股东的利益。董事会成员负有谨慎义务和忠诚义务，而且最好应该真正地履行。

这一基本准则有利于华尔街哪些错误和过失的解决呢？事实上，很多都能够得到解决，比如战略上的失误、业务上的错误、业务范围的反复变化、与股票价格表现不相匹配的管理层的薪资、定义不当的风险承受水平、内部的利益冲突，以及不道德的行为等都可以得到抑止。董事会设定发展的基本格调，决定领导阶层的素质，确定主要的战略行动。建立一个成功的董事会可以有效抑止由于无效管理所引发的很多问题。那么，谁又该为执行这样一项基本准则负责呢？董事会成员提名委员会是首先应该负责的机构，但它应该与积极的机构投资者密切合作，以甄选出非常优秀的董事会成员。



基本准则＃2：使所有各方的利益协调一致。华尔街就是要为顾客、投资者、高层管理人员和雇员赚取金钱。这很好，正是保持这种资本主义精神才使得金融业中很多事务得以成功实现。一旦失去控制，这也可能成为造成华尔街出现过错的重要原因。如果银行人士完全只关注赚取金钱，事情就可能出现错误。贪婪会使得人们做出不应该做的事情，譬如不正当地对待顾客、欺骗内部监控部门和监管机构、私自在交易柜台进行交易，无不是为了为所在的机构或自己赚取更多的金钱，全然不顾这些行为将给自己的顾客和股东造成怎样的影响。要控制贪欲是很难的，但必须做出尝试。解决这一问题的方式有二：协调一致和保持理性。

协调一致就是要使所有从事经营的人的利益与所有为他们提供营运资本的人的利益相一致。高层管理人员和雇员只有为投资者创造了长期可持续的价值之后才应该获得报酬。这是非常重要的一条准则，但又常常被忽视。董事会薪酬委员会在银行的股票价格/收入水平出现大幅下降时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还为高级管理人员支付巨额的薪资，他们到底有何种正当理由呢？他们会说这是借鉴了同行业的薪酬标准，例如摩根士丹利为这个职位支付 x 美元，高盛为那个职位支付了 y 美元，因此，他们也应该要支付 x 美元或 y 美元。而且，他们还认为，如果他们不为管理人员支付 6 位、7 位或者 8 位数的薪金，那些人就会到斯坦利或者高盛另谋高就。是该让他们走人了，如果薪酬委员会(顺便提一下，他们最好是独立的)不能就高层管理人员的薪资支付水平做出明确的决定，他们就会沦为隐藏的敲诈行为的受害者，并且这会形成一种持久的不良自我循环，股东的利益永远无法得到保障。而且，如果高层管理人员不能就他们下属的高级管理人员以及一般普通员工的薪资水平作出明确的决定，他们也会沦为同类问题的受害者。协调一致的标准应当很简单，如果银行机构的管理层在为股东创造可持续的价值(而不是股票价格在年末出现短期的突然上涨)，他们就应该获得更多的报酬，如果没有创造可持续的价值，则不应该获得更高的报酬；如果业务管理人员达到或者超额完成了预算目标(同样，应该是实实在在地完成了预算目标，而不是采用欺骗手段实现的预算目标)，他们就应该获得更多的报酬，如果没有完成预算目标就不应该获得更高的报酬。向那些没有完成经营目标的人支付 300 万美元而非 600 万美元或者 500 万美元而非1 000万美元的薪酬，这不是真正的惩戒。但如果他们当中有人对所得到的薪酬不满，想要离职，董事会和管理高层应该让他们离开。但此时，我们也许会惊讶地发现，许多人并没有离开，而且即使他们决定离开，也还有很多称职的申请者能够弥补他们所留下的职位空缺。董事会以及管理高层必须使员工的业绩与薪酬相协调，而不应该过于在意竞争对手到底采用何种薪酬体系。

而且，可以大胆地说，现在是应该让华尔街的薪酬体系回归现实的时候了。为什么这样说呢？因为极端的薪酬会改变人的行为，必然会使得某些人作出一些不正当的行为。当然，给予一些员工高昂的薪酬并不一定有错，只要银行的经营符合其总体发展计划，并且确实为顾客和投资者创造了价值。如果交易人员或投资银行家团队凭借他们一己之力，为本来已经开始步入衰退市场周期的银行机构赢得了大量的优质业务，他们就应该获得良好的报酬(甚至非常丰厚的报酬)。对于解决了困扰银行多年的棘手难题的内部控制人员，以及那些为银行赢得了关键客户的经纪人，也应该是如此。但是不应该仅仅为了挽留某些人而向他们支付大笔的福利和薪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资。而且，如果他们只是业务量大，但业务的质量却不高，或者该类业务存在后续的风险，很可能为银行带来意外的损失，则也不应该向他们支付过高的薪酬。最后，华尔街相关人士的薪酬应该基于他们所做的业务的质量。他们所做的业务应该是长期的、可持续的，而且是可重复的，而不应该是一次性的；应该具有稳定的基于固定费用的个人客户流，而不应该是基于业务量的佣金收入或票据发行；如果业务所带来的大量的潜在收益(和风险)长达 3 年或 5 年，那么这些业务的薪酬支付的时间期限结构也应该与之相匹配，而不应该按照业务的现值支付薪酬。银行机构如今有很多理性的薪酬支付标准可以运用，这些标准不但同样可以给予银行职员相当高的奖金，而且不会导致逆向激励或不正当的行为。银行的管理高层应该划定最后的底线，当然，这可能要冒部分人员离职的风险，但为了打破原有的循环，让华尔街薪酬标准回归到正常的水平，铲除那些可能导致不正当行为的诱惑因子，这样一个风险是必须承担的。

这一基本准则有助于解决什么问题呢？至少两大问题：不正当地对待客户与利益冲突。如果投资银行人员不那么极端地把精力全部用在发行证券上(而不论证券的质量如何)，以便能够增加销售收入和利润，从而获得更高的奖金收入，那么，他们利用客户的一个核心动机就不复存在了，并且，在追逐这些业务过程中经常出现的很多利益冲突也将随之消失。如果通过重新设计，使得薪酬支付体系具有协调性和合理性，那么华尔街的相关人士不但仍然会愿意扩大销售额，而且不会去欺骗或不正当地对待别人。那么，谁该来负责这一基本准则的贯彻和实施呢？董事会的薪酬委员会、高层管理人员和中层经理人员。他们必须同心协力，保持一致。

基本准则#3：确保行为合乎道德。同样，这一基本准则通俗易懂，但常常不被人们所重视。华尔街的一切行为都应该是合乎道德的，因为其业务建立在商誉和声誉等无形资产之上。他们在业务操作中不应该想着如何去欺骗客户，而应该想方设法保护客户，使他们兴旺发达。然而，当某些不正当行为出现的时候，很多高级经理往往没有太在意，这样的事情已经出现过很多次。更有甚者，有些经理们甚至为了追逐利润而鼓励下属的员工舍弃道德规范。在华尔街的整个发展过程中都可以看到这样事例，比如早期出现的炒单交易、虚假销售、高杠杆的金字塔式信托计划、欺诈，以及近期出现的衍生证券交易丑闻、有偏见的/欺诈性的研究、分股、进阶，以及内部交易等。上述任何一种事例的出现，无不代表着单个员工、业务团

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

队、业务部门、整个机构，有时甚至是整个行业基本道德行为的丧失。

这一基本准则，相对于其他任何基本准则，更需要从银行机构的上层来推动。董事会和管理高层必须为他们下属的各个部门定好基调，否则就不会有人在乎道德不道德。董事会必须制定并执行道德标准，以确保有关对待个人和客户的基本规则得到遵守。管理高层也必须针对高级管理人员制定同样的规则，并依此类推，一级为一级制定规则，直到最底层的初级员工（但仍然很重要）和行政助理人员。制定这些道德准则不是为了获得良好的公共关系[按照大家所熟知的所谓 3-P(print-post-pray)方式]，而是要形成一种信念，并加以执行。无论以任何方式违犯了这些准则（比如客户投诉、违犯监管规则、存在利益冲突或不正当地对待客户与竞争对手），违犯者都必须受到警告，而如果再次违犯，则应该解雇。如果认为华尔街能够显示出更高的道德勇气，是无知的表现吗？毕竟，华尔街是一个竞争非常激烈的世界，银行机构必须想尽一切手段去赢得竞争，对不对？但我们认为这并不是无知的表现，而且，我们相信，华尔街并不缺乏持续（而非偶尔）维持道德行为的能力。其他行业都显示出了更高的道德水准，华尔街为什么不能呢？华尔街与其他行业的差别并没有如此之大，只是他们必须从更高层次要求自己，并始终如一，即（始终）从上到下地保证银行的经营合乎道德，为那些不遵从规范的人树立榜样。

这一基本准则有助于解决什么问题呢？有助于解决华尔街在过去数年中出现的，所有导致客户和银行声誉受损的不道德行径。所有这些行径都是华尔街所不应该出现的，当客户和投资者在《华尔街日报》头版获知这些不正当行为时，都会不寒而栗；而且，这样的事情为数不少。那么，谁该来负责这一基本准则的贯彻和实施呢？正如前文所述，这一准则的实施必须从银行机构的高层开始。

基本准则#4：制定并坚持理性的战略。银行机构必须决定他们要成为一个什么样的机构，想要从事什么样的业务，以及希望怎样从事这些业务。他们必须制定符合自己经营和客户需要的发展战略，并确保这一战略与股东的期望相吻合。最为重要的是，他们必须坚持实施这些战略，这就是说董事会和管理高层必须制定一个跨越数年的核心计划，确定一个合乎实际的、能够经受成功与失败考验的业绩目标，并始终如一地坚持。当然，战略必须具有一定的弹性，能够灵活地利用各种新出现的机会，并在市场条件发生大规模的改变（变好或变糟）时都能适应。一旦战略开始付诸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实施，并已经投入数亿美元(即使不是数十亿美元)资金贯彻该战略，就不应该有彻底改变该战略的理由。因为这无非表明该战略在开始实施时就没有得到充分的认真考量，管理高层和董事会签署同意实施该战略时没有很好地做好评估和审核工作；而且，这也意味着资源的浪费和误导性信号的传播。

战略，从本质上说，应该是一项中长期的活动。有些人认为，华尔街的变化太快，无法遵循这一基本准则。因为市场发展很快，不断有意想不到的新的竞争威胁出现，客户需求和需要在不断改变，等等。这种观点是错误的。因为华尔街既会遭遇牛市，也会遭遇熊市，既会有扩张时期，也会有紧缩时期，银行机构所形成的发展战略必须能够适应市场周期的极端情况。这就是说，银行机构在一开始就应该坚持更加适度的扩张和并购，在此过程中愿意承受低于市场的资本回报率，或者在一到两年内所获得的业务量低于预算，直到市场出现改观或监管开始放松。战略不应该只是针对牛市的计划、时间安排和执行手段，这种思维本身就是华尔街的主要错误之一。任何人都乐于为牛市谋划，因为这意味着更多的就业机会和资源、更快的扩张、更多的收入和奖金。或许没有人愿意考虑同一战略在熊市出现时该是何种表现。然而，如果战略是有益的，而且能够使银行机构清楚地知道自己所从事的业务，那么，制定战略时就必须考虑到市场可能会出现暂时的不景气现象，在经济环境恶劣的时候，并不是所有的业务都必须停止、取消，或者收归总部(正如在市场景气的时候，银行机构也没有必要进入所有新兴市场或火热的产品市场，或者跟随竞争对手的经营模式)。这就是说在制定发展战略的过程中，董事会和管理高层必须在考虑了所有可能出现的情况以后，才能批准继续执行该战略。为什么要在市场强劲的时候投入数十亿美元进行并购，而在市场状况变糟的时候清算这些业务，并在市场出现复苏的时候又开始新一轮的并购呢？为什么要大规模地反复招聘、又解聘，解聘又招聘呢？市场扩张与收缩的轮回必定还会继续对华尔街产生影响，难道在制定战略的过程中不应该事先就想到这些变化吗？

在制定战略的过程中，银行机构应当现实而冷静地看待市场状况，而不应该过度膨胀，不应该只看到首席财务官、内部控制人员和业务管理人员们所积极描绘的极为乐观的景象，因为他们总是希望能够得到更多资源以建立起一个庞大的金融王国。董事会和管理高层必须格外小心在市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处于扩张时期的扩张计划，并适当地削减投资规模。发展战略应当要考虑到市场状况的重大突然变化(这些重大事件可能会永久地改变华尔街的业务运作方式)，确保银行有相应的指导方针，指导银行如何在事前成功地适应事件的变化，而不应该在事件发生时或发生后才忙于应付。而且，既然是制定一项可持续的发展战略，战略就必须考虑市场景气与萧条两种状况，董事会和管理高层应该更加长远、更加冷静地思索他们所提出的发展方案。还有什么比银行刚刚作出自己的承诺、雇佣职员、开始开展业务，但随着市场状况的逐步萧条或突然变糟，不久就关闭业务机构并退出市场，可能给客户造成更大的损害呢？银行机构又要花费多少年才能重建市场对他们的信心和信任呢？也许需要很多年。所有这一切都是因为发展计划没有考虑到不利的市场条件。因此，事情的关键在于银行机构制定并坚持一个能够适应华尔街整个市场周期的理性发展战略，实现自己的承诺。

这一基本准则有助于解决华尔街的哪些过失和错误呢？为数不少，比如由于不断地开办和关闭业务部门所造成的企业(比如，投资者的)资源的浪费、计划不断地反复、不断地扩张与紧缩，客户的困惑与不满，对银行到底是要进入还是要退出某一特定市场或服务领域不甚确定，雇员感到烦恼和不安，担心随着银行机构再一次改变主意而失去工作。这一基本准则能够使银行从浪费、困惑、不守承诺等一系列负面形象中摆脱出来，更加坚决有效地实施发展战略。那么，谁该来负责这一基本准则的实施和贯彻呢？首先是董事会，他们应该根据高层管理人员提供的信息制定一个纲领性的发展战略；其次，高层管理团队及其下属的中层管理队伍应该执行这一战略，使该战略得到始终如一的贯彻实施。

基本准则#5：确定并遵从风险承受度。只要银行机构的领导者们需要作出一些决定，他们就应该要确定一个风险承受度。不言而喻，银行在经营过程中必然会承受风险，只是有时他们处理得很成功，而有时则甚为糟糕。无论是哪种情况，他们都可能没有明确的规定他们应该从事何种风险性业务，以及应该承受多大的风险。无论哪种情况出现，无论其原因是由于违约，还是意外事件，而非故意为之，这都不是一种明智的风险管理方法。银行所应该从事的风险性业务以及应该承受的风险大小等等，都应该与其发展战略紧密相连。银行机构必须决定自己真正要扮演的角色：是自营业务风险经营商、面向客户的交易商，还是经纪机构；是新兴市场债务人或高财务杠杆企业的无担保借贷机构，还是业绩良好的企业的有担保的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

借贷机构。到底扮演何种角色并不重要，只要银行机构的董事会和管理高层能够达成一致意见，而且有关他们风险承受程度的决策能够有效地向投资者和其他利益相关者（比如监管机构、信用评估机构，以及股票分析师）进行揭示。没有人愿意受到意外的惊吓，他们也不应该受到这种惊吓。因此，那些持有厌恶风险型的 ABC 银行的股票的投资者，不应该从《华尔街日报》得知，该银行上季度 90%以上的收入来源于大宗的自营业务投机，因为 ABC 这类风险厌恶型的银行机构不应该从事这类业务。而且，即使 ABC 银行在这些业务中赚取了利润也不应该如此，因为这与该银行机构的经营范围不符（至少在董事会、高层管理人员，以及投资者批准之前是如此）。实际上，关于一家知名的风险承受机构在风险业务中遭受了重大损失的消息，远比关于一家类似于 ABC 这样不愿承受风险的银行机构在风险业务中赚取了丰厚利润的消息，要令人舒服得多，因为 ABC 银行的管理人员对他们所从事的业务并不在行，而这很容易令人产生恐慌情绪。

银行机构要确定自己该从事何种风险业务，以及应该承受多大的风险，其实是相当简单的。这仅仅只需要遵循一定的纪律，使风险业务符合银行所制定的发展战略（譬如，风险如何与银行所正在从事或打算从事的业务联系起来，银行所从事的业务与所承受的风险应该具有同步性），以及一定的财务与人力资源。如果银行机构的战略目标是向国际市场拓展，愿意承受国外市场的风险，在国外建立分支机构，同时，所有各方都赞同这一意见，并且该计划符合预算要求，具有合理的潜在收益，那么在确定风险承受度的时候就应该把这些因素考虑在内。但是，如果银行机构的发展战略禁止进行国际性扩展，不愿承受国外市场风险，那么该机构就不应该使自己承受此类风险。同时，如果具有 X 亿美元资产的某银行机构，倘若可能想像到的最严重的灾难发生时，他们愿意承受的最大损失是 X 亿美元资产的 10%，那么，他们所承受的风险都不应该是他们损失 X 亿美元资产的 50%。此外，如果银行机构认为他们确实应该参与长期利率衍生证券交易，以为保险和养老金基金账户中的客户群谋求利益，那么他们最好事先就要确定他们已经拥有了适合的人力资源和技术力量，能够管理这些业务中所存在的风险。这些过程中极为关键的环节就是要了解风险中所隐含的真正的财务意义，不仅仅是如果市场彻底崩溃时，可能会遭受多大的损失，或者市场行情持续繁荣时，可能会赚取多少利润，而是应该相当准确地知道到底会赚取多少利润或遭受多少损失（尤其是前者）。多年以来，银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构一直都不甚在意他们是如何赚取利润的。如果事情出现问题，所有的人都会注意到所产生的损失，并对事件进行分析和总结，然而，却很少有人刻意去质疑赚取利润的方式。只要不断有现金入账，并且大家都超额完成了任务，那么，同样的管理方式还会继续，很少有人会去质询或了解利润的来源。而这会引发问题，因为其中有些利润或许是来源于风险非常高的业务，最终可能会改变整个业务状况或者带来意外的损失（有时候，利润可能来源于非法的业务）。比如，银行机构由于信贷利差紧缩，在 12 个月中所产生的账面盈利 10 亿美元，很可能随着信贷利差的扩大而形成 10 亿美元的损失；原本能够为银行带来收益的信贷利差如今却开始形成亏损业务，但银行的管理层却没有警觉，因为他们原本就没有质询利润是如何赚取的。因此，每天查阅利润报表，分析利润是如何赚取的，以及损失是如何发生的，又有多少损失与所承受的风险相关，是极为重要的一项工作。

确定风险承受度是一个方面，而遵循这一限度同样重要。这就是说绝不承受额外的风险，绝不听从"辛苦，仅仅只增加一点点风险，这是一个重要客户的交易的一部分"的说法。当然，这当中可能存在，也有必要，特殊情况特殊处理。但这种例外只应该偶尔为之，持续的时间必须很短，而且必须具有正当性和适当的弥补措施。如果偶尔为之成为了常态，或者任凭银行的风险准长期（semipermanent）地膨胀，那么，风险管理程序也就失去了意义。因此，如果董事会和管理高层（作为负有义务和责任的代理机构和管理机构）确定了他们希望银行承受的风险的性质和大小（并向外界披露所有这些信息），他们就必须遵循这些计划和安排。不得在没有认真思考、斟酌和沟通的情况下，中途改变这些方针。如果银行机构决定，他们希望由原来的经纪商完全转变成自营业务交易商，或从向蓝筹股（blue chip）借贷的稳健的机构转变为向财务杠杆很高的企业借贷的激进的机构，那么，他们必须采取正当的方式，而不应该鬼鬼祟祟地进行，或者出乎人们的意料，让人大为惊讶。

这一基本准则有助于解决哪些错误和过失呢？最近几年以来一直困扰华尔街的很多与风险业务有关的损失能够得以避免。这并不是说华尔街在从事交易或借贷业务时不会再发生损失，相反，损失必然还会发生，而且也应该会发生，因为承受风险是华尔街与生俱来的使命，而承受风险就意味着既可能带来损失也可能带来盈利。但这一准则可以防止华尔街发生令人惊愕的损失，并且所有的损失都将在董事会、管理高层和股东们可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能预计的范围之内。而且如果令人惊愕的损失不会再发生，也就是银行机构基于自己的财务和人力资源实力承受他们应该承受的风险，并对其进行有效的控制，那么，即使损失真的发生，大家的整体感觉也将要好得多。因为这样的损失必然在银行机构的预期范围内，而且不会超出他们的承受范围。同时，也不会有超额的风险出现，风险也不会集中在某些业务，更不会得到随意的处置，银行机构只以合理的价格承受适当的风险暴露水平。那么，谁该来负责这一基本准则的实施与贯彻呢？首先应该是董事会和管理高层，他们应该确定好银行的风险承受度，然后是各个业务部门的主管和风险控制经理，他们应该要确保所有的风险暴露都符合董事会和管理高层设定的风险承受参数。

基本准则#6：关爱客户。虽然前文已经提及了这一点（这也应该是无须辩驳的准则），但在此还有必要再次重申，因为华尔街使命就是要服务于客户。无论客户是零售客户还是机构客户，无论所提供的服务是咨询建议、资产托管，还是资本募集，华尔街都必须牢记，是客户给了他们一切。前文曾提及过很多客户受到欺诈的案例（不幸的是，本书所揭露的仅仅是冰山一角），比如银行机构经常提出错误的咨询建议，促使普通小投资者和大型企业参与不适当的投资与交易，甚至蒙蔽、欺骗和偷窃。他们任凭利益冲突和双向交易发生，管理和经营极为卑劣。有些人口口声声说客户是“上帝”，应该把客户的利益放在第一位，但实际上却毫无诚意。有关服务于客户的宣传的口号实在太多，几乎没有人真正地相信华尔街会把客户的利益放在第一位。

然而，华尔街应该把客户的利益放在首位，因为声誉仍然是华尔街赖以生存的基础。不正当地对待客户会损害华尔街的声誉，而声誉的损害会导致业务流失。很多银行机构因此承受严重损失之后，才慢慢懂得这一道理。同样，“关爱客户”说起来相对简单，而且，对那些真正地关心自己业务的银行机构而言，实践这一准则也根本没有什么难处。那么，该怎样才能做到关爱客户呢？银行机构的管理者应该绝对禁止任何损害客户利益的行为，并对任何危害客户的行为做出迅速的处罚。这就是说，银行机构的管理高层绝不能容忍利益冲突、滥用职权、不正当的交易，或者仅仅为了获取佣金和交易费用而提供咨询建议，以及为了提升自身的排名而进行信用扩张。要以最小心谨慎的态度对待普通小投资者，确保经纪人给予他们良好而且适当的顾问意见，不得为了获取交易佣金而提出咨询建议。他们也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应当禁止任何不严格遵守标准操作程序，可能引发客户问题的行为，比如禁止不严格地履行审慎性审查责任，禁止提供不公允的公允意见，禁止让客户在没有得到适当解释和价值评估的情况下参与新异的衍生证券交易。管理高层应该执行更加严格的融资程序，以保证发行人和投资者可以双赢。新股的发行必须得到合理的评估，确保发行所募集的资金最大化，而且新股的分派也应该公平，确保不出现分股和捆绑销售等隐蔽的欺诈行为，使所有的投资者都有平等的机会获得新股。毫无疑问，错误还会一次又一次地发生，还会有客户受到伤害，因为金融市场过于庞大，交易过于复杂，客户群过于广泛，而且银行机构非常之大，难免不发生错误。因此，一旦问题出现，并危及了客户的利益，管理层就应该坦率地面对问题，彻底地调查事实，并解决问题，而不应该试图掩盖事实，希望问题能够掩饰过去。同样，他们必须要把所有损害客户利益的人清除出去，把"关爱客户"落到实处。

这一基本准则有助于何种错误和过失的解决呢？本书所提及的几乎所有不正当或错误地对待客户的情形，都可以得到有效解决。严肃地维护客户的利益能够降低损失，减少仲裁和集体诉讼，并使所有人都觉得更加安全。那么，谁应该负责这一基本准则的实施和贯彻呢？如何对待客户的基本格调应当由银行机构的最高管理层来决定，但日常的管理必须由那些在一线的、直接面向客户的专业人士来实现，他们包括投资银行公关经理、机构客户销售人员，以及经纪人。良好地服务于客户有赖于他们的努力。

基本准则#7：配备最优秀的员工。任何银行机构如果想要克服自身存在的问题，无论是服务客户、承受风险，还是内部控制方面的问题，都必须依靠具有相当技能、能够正当地行事的、称职的员工。这就是说银行机构必须雇佣或从内部培养出最优秀的员工队伍。这在短期内会使银行投入更多的成本，因为可以肯定的是，无论在哪个行业，获得顶级人才必定要比获得二流的人才昂贵得多。然而，就中长期而言，却是值得的，因为现在在人力资源方面投入更多，就会在未来数年中逐步获得更高的回报。这在任何领域都是如此，顶级的业务开发人员，他们能够为银行带来高质量的、高收益的业务，顶级的内部控制人员，必然具有丰富的经营和成熟的手段来更加严密地控制银行的经营。事实上，既然强调要克服内部控制中所存在的过失和错误，就绝不能低估内部控制人员的重要性；配备称职的风险管理经理、审计人员、会计人员，以及律师，可以使得整个内部控制体系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完全不同。

这一过程就是要确保配备具有相当技能和经验的人去承担银行经营中的所有工作，并使得那些确实称职的人能够真正地获得关键的职位，这将有利于减少银行的混乱。前文曾提到过，银行机构的管理者们总是试图为那些已经无法发挥多大作用的人、朋友的朋友、高尔夫球友、或者俱乐部的姐妹谋个差事，仅仅因为认识他们，而不是他们所懂得的业务，就让这些或许根本不称职的人占据关键的职位，是极不明智的。当然，华尔街本来就是一张关系网，相互熟悉，彼此有往来；利用关系获得入职或升职、内部调动或变换工作的机会，只要仍然有优秀的职员能够支撑这些业务，也无可厚非。但如果这种关系往来，最终损害了银行所提供的产品或服务的质量，或者银行赖以生存的内部控制体系，就不应该了。如果高尔夫球友或者俱乐部的姐妹最高的经历就是财务控制员或者分析师，却让他(她)们主管掉期交易部门或者大型的并购交易，任何人都可能遭受损失。因此，最重要的是要让具有相当技能和经验的人从事关键的业务。

这一过程的另一方面就是留住优秀的职员。这就要求构造适当而且合理的薪酬支付体系。每一位员工都应该以某种方式凝聚在一起，以实现银行机构的长期发展。这一工作不仅会使银行的薪酬体系具有前文所提及的协调一致性，而且也将为银行带来令人惊异的持续发展能力。不能让员工在一两年或者五年以后就离开公司，而应该使他们稳定下来，为他们自己和银行股东创造价值。但这不仅仅是薪酬的问题，银行还必须创造舒适的工作环境，让员工愿意为他们工作。很多银行通过树立强大的企业形象，创造和谐友好的工作环境，以及让初级员工承担更多的责任，等等(这些都是能够吸引员工继续留在自己公司的有效的"无形力量")，已经在这方面做得相当不错了。但还有更多的银行机构(以及其他一些中介机构)在这些方面还做得不够。合理的报酬和舒适的工作环境能够使员工感到愉悦，同行业其他机构即使利用高薪引诱，他们也不一定会离开公司(这又更进一步说明了前文所提及的诱惑/利益冲突问题)。有些员工似乎确实愿意为了获得更好的从业经历而舍失一些报酬。或许，还有更多的人也会这样。

这一基本准则有助于解决哪些错误和过失呢？其实，它有助于解决所有问题，因为人才才是华尔街最基本的要素。华尔街依靠专业人员的技能来运作业务，并最终是这些专业人员决定到底该如何操作。如果他们决定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正当地行事，那么，华尔街曾经出现过的问题将不复存在，比如糟糕的咨询建议、有失公允的意见、炒单交易、进阶、不明智的风险决策、拙劣的内部控制、违背受信托人责任，以及有些不正当行为所引起的客户与投资者的损失，都将不会再出现。那么，谁该来负责这一基本准则的实施和贯彻呢？高级管理人员和所有业务部门的经理，以及负责招聘和管理人力资源的团队负责人应该负责实施，因为他们有权利去配备最优秀的人才，并摒弃任人唯亲的做法，拒绝平庸（甚至更糟）之才。

基本准则#8：保持独立性。独立性＝没有利益冲突。只有不存在利益冲突，银行机构才能确保行为谨慎。如果华尔街人士能够避免利益冲突的诱惑，那么，他们行为正当的可能性就要大得多。这就是说，利益冲突或者潜在的利益冲突，无论以什么形式出现，都必须清除；任何职员和管理人员都不应该受到两种利益的困扰。从更高的宏观层面而言，整个银行机构也应该如此。

保持独立性很简单，就是要使那些负责内部控制、监察、审阅、检查、分析或审计的人员不直接或间接受到创造收益的人员的影响。过去的经验已经证明，如果不是如此，银行机构就面临现实的风险。因此，风险管理人员不能从交易人员那里获得收益；财务控制人员不能向业务部门的主管负责；股票分析师不应该从投资银行人员那里获得收益，也不应该向他们负责，清算业务人员不能受业务部门主管的管辖；程序设计员不能从那些利用他们所开发的代码赚取收益的人那里获得收益。如果事情不是如此，则应该立即整改，而且，审计和监控部门应该确保前台收益部门与后台支持部门的独立性。同样，“中国长城”也应该在整个华尔街得到有效实施。“中国长城”是一个有用而且很重要的概念，但正如前文所述，在现实中却很少得到有效实施。监控人员确保研究人员、投资银行人员，以及交易人员不能彼此分享和交流敏感性问题是十分重要的，研究人员必须不受投资银行业务的影响，而且应该清楚地披露银行与客户企业业务关系的内在性质。银行机构也应该避免任何可能出现的格拉斯—史蒂格尔（Glass-Steagall）类型的利益冲突。这很重要，譬如，银行机构不应该为那些处于困境中的企业发行证券，并让企业把募集到的资金用来偿还银行的贷款。同样，基金公司和其他金融机构也不能存在内部交易、部门制约和薪酬支付上的利益冲突。

那些在华尔街从业的人不能有外在的利益与自己的银行机构或客户

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的利益相冲突。无论是投资银行人员、交易人员、经纪人，还是分析人员，都不可能同时完全兼顾两个方面的利益。因此，任何形式的利益冲突都必须消除。同样值得注意的是，不仅仅只是披露利益冲突，而是应该彻底消除。华尔街的任何职员都不能投资于第三方的载体或结构性证券，试图从自己机构所正在进行的业务中获得收益，这会导致他们出现不利于别人的行为。绝大多数的银行机构都有所谓的"限制性名单"，包括在该名单中的企业主要是银行机构正在为他们发行证券或安排并购交易的企业，银行禁止自己的职员从事任何这些企业的证券的交易。然而，有些银行机构并没有这样的规定，或者允许出现例外，或者缺乏有效的机制确保所有的特殊情况都能得到控制(例如，对冲基金或特殊目的载体)，或者对执行过程进行有效监控。所有这些不足与缺陷都为滥用规则的行为提供了可乘之机。

显而易见，独立性要求不仅仅只适应于个人、业务部门和银行机构，也必须适用于华尔街的其他机构，比如证券交易所。监管机构确实需要证券交易所等机构来帮助自己履行部分职能，但解决的方案并不是要把监管职能转移给那些本身也从事经营的机构内部。如果是这样，那与巴林银行的管理高层允许套期交易人员自己管理清算业务、自己划拨补缴保证金所需的资金，与投资银行业务团队为研究分析师团队支付薪酬，以及与美林证券的投资银行家们庇护安然投资从事不正当交易的安然 SPEs 项目又有什么区别呢？根本没有区别。那些创造利润的部门不可能在进行自我监管的过程中不存在利益冲突，即使存在所谓的"结构性独立"也无济于事。他们不可能有效地履行职责，也不可能给予投资大众所期望的、也是应该得到的信任感和安全感。

这一基本准则有助于解决华尔街哪些错误和过失呢？有助于解决虚假的投资研究分析、欺诈所引发的交易损失，以及不正当地对待客户等类似的问题。多年来，独立性的缺乏引发了华尔街很多极其严重的问题。细想一下，这些问题的出现确实令人惊愕，因为执行独立性准则其实相当简单，比如建立适当的汇报/薪酬支付体系、披露银行机构内部以及外部的关系，以及进行定期的审计监察就能产生极佳的效果。这只是一个自我约束的问题。那么，谁该来负责这一基本准则的实施和贯彻呢？这仍然需要依靠高级管理人员和业务主管人员，同时，也需要法律总顾问/监察人员的，以及内部审计人员的协助，前者能为银行机构建立起适当的程序结构，而后者能够保证程序得到严格的执行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本准则#9:谨慎地投资技术。正如前文所述,科技主宰了华尔街的命运。随着业务愈加复杂、客户群体的增加、信息传递的加速,以及市场更加全球化,技术在华尔街变得日益重要。良好的技术能够保障业务正常有效地运转,比如交易能够得到更加迅速而可靠地处理,价值评估以及模型能够更加精确,重大的风险和财务信息得到更加准确的跟踪,银行机构的运营能够更加高效可靠。依靠良好的技术平台,银行机构甚至可以减少后台支持人员,节省费用。因此,很显然,良好的技术非常具有吸引力,它对银行机构十分重要,而且能够成为银行的核心竞争力。然而,开发或采购技术平台却应该非常小心谨慎。

对绝大多数的华尔街机构而言,技术支出在华尔街的各项支出中位居第二(仅低于薪酬方面的支出)。因此,技术方面投入的资金相当巨大,有的大型机构的投入高达数十亿美元。但不幸的是,很有可能在技术方面投入大量的资金,却仍然难以得到理想的结果。华尔街曾经在硬件和软件,以及 IT 人才方面投入了大量的资金(出于权利斗争或保障自己的职位,很多银行机构更希望自己"内部开发",而不喜欢"外部采购"),而且很多投资都超出了资金预算,开发周期严重滞后,却没有发挥良好的作用。这与承接错误的交易和不适当的信用风险毫无二致,都是在毫无意义地大量浪费股东的资金。

谨慎地管理技术方面的费用与投资,首先就应该结合自己的发展战略和风险状况,在考虑业务扩张与收缩情况的基础上,决定自己到底需要什么样的技术才能满足战略和战术要求。然后,确定获得这些技术将花费多少成本(决定是内部开发还是外部采购),提供相应的资源,并指定专人负责执行。最后,要确保技术的获得合乎预算和时间安排,不允许出现借口;无论出现何种借口,都应该降低相关人员的薪资,甚至解雇相关人员,因为经验表明,银行机构的技术人员总是有满腹的借口可说,他们总是能够找出大量的理由说明为什么技术开发不能按时完成(当然,如果出现了"不可预见的问题",则可以多投入部分资金),而这是不能被接受的。同时,值得注意的是,银行就是银行,并不是什么专业技术公司,他们应该让专业的公司来承担大部分的技术开发工作。如果一个拥有一万职员的银行机构,其中一二千人都在进行技术开发相关的工作,那是很可笑的,也明显是错误的,错误在于试图利用技术作为工具,建立起一个金融帝国。微软和英特尔从来没有数千投资银行人员和财务人员从事并购交易管理,因为那不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们的专长之所在。华尔街同样也应该如此，仅仅只需为专业技术机构提供相应的资源，而让他们去开发技术系统。问题的关键在于为了更加安全而高效地运营，银行机构不能，也不应该担心在必要的方面进行投入，只要适当地管理，在技术方面的投资将很快就能为银行带来回报。但是，如果银行不能管理整个过程，也无法确保负责技术开发的各方有效地执行，那么就应该非常小心在技术方面的投入，因为这只会把更多的资金投入无底洞。

这一基本准则有助于解决哪些错误和过失呢？有助于解决多年来一直困扰华尔街的与内部控制有关的问题，例如，错误的评估交易的价值（有意或无意地）、风险缺乏透明度（譬如，“哎呀，我们忘了我们还拥有这些债券/股票/以及其他证券”），以及造成大量资金损失的操作/结算错误。不难想像，如果能严格地控制所有这些无聊的损失，银行的股东们一定会格外感激。那么，谁该来负责这一基本准则的实施与执行呢？毫无疑问，应该是高级管理人员，同时也包括银行机构内部的技术专业人员，但必须指出的是，技术人员并不能从臃肿的 IT 部门获得什么利益，他们本身非常希望能开发出良好的技术方案。

基本准则#10:把违规者扫地出门。那些不遵守规则（无论是重要的规则，还是其他的规则，包括内部管理政策和监管机构的要求，等等）的人必须被扫地出门。违背道义、错误地对待客户、战略方向错误、浪费股东资金、利益冲突等所有不正当行为都是银行经营管理人员所不允许的。这些不正当行为应该在银行机构、甚至整个华尔街都没有立足之地，因为这些行为是我们前文所述的很多错误与过失的根源。然而，那些违背规则的人常常能够逃脱内部的处罚。正是由于没有处罚，也就不存在改革或改善的动力，同样的错误和过失还会继续发生。

对于那些违背规则的人，无论是违背成文的，还是不成文的规则，管理层都绝不能姑息。当然，如何处理那些故意犯错（或反复地出现过失的）人，应该依据轻重程度区别对待。对于初次犯错的人，可以处以一定罚款或制裁，比如不予升职、停发奖金、降职，或降低工资。但是，如果再次犯错，就必须加重处罚，甚至扫地出门。同时，在规则面前，应该人人平等，不搞双重标准，尤其袒护那些曾经为银行创造过不菲收益的明星投资银行人员、经纪人、交易人员，以及研究分析人员。任何违犯相同规则的人都应该受到相同的惩罚，否则规则就不会得到遵守。不幸的是，在很多机构，仍然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有人嘲弄规则，很多违犯规则的人安然逃脱了惩罚。因此，为什么还要改变现状呢？这样，完全值得为一些不正当行为冒险，因为这无异于银行的股东们送给所有职员的一份“看涨期权”，不被抓住而获得潜在收益的可能性非常大，而被抓住的可能性几乎为零。除非规则得到严格的执行，否则股东就有可能遭受损失。这一点非常重要，下一章探讨如何惩处外部违规者时还将继续这一话题。

这一基本准则有助于解决哪些错误和过失呢？有助于解决所有问题。如果这一准则放之四海而皆准，那么它应该能做到一点。因为如果对坏苹果不作任何处理，它们就很可能彻底变坏，而且很可能会损害其他的苹果，如果他们没有得到有效的清除。除非那些以不正当方式处理业务的人受到了应有的惩罚，否则，那些困扰华尔街多年的所有问题，在将来还会继续出现。定期清除那些不遵守内部或外部规则的人，将在很大程度上防止华尔街继续出现错误和过失。那么，谁应该负责这基本准则的实施和贯彻呢？同样，还是需要银行机构从上到下的努力，董事会和高级管理层在惩处违规者的过程中必须表明他们的决心，每一个业务团队的经理们也应该如此，缺一不可。

以上十个基本准则本身就可以改变华尔街的面貌么？不，这样想未免太天真。但是我们希望，这些基本准则能够促使华尔街的管理层和一般人士仔细思考他们一直以来的不正当的行为为什么会出现，以及是如何出现的；去想一想他们获得业务的方式是否真的十分公平，还是仅仅为了获取金钱；去思考一下如何延长他们业务的寿命，使他们不仅仅只关心下一个季度的奖金，也关心 5 年或 10 年以后的奖金，如果正当的行为和良好的业务已经能够为银行创造可持续的价值，并是下一个季度所能产生的价值的好几倍。如果他们都希望看到华尔街能够日益好转，而不是日渐恶化，那么，这些基本准则或许就是点燃希望的火花。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章　建立外部防御体系

要建立有效的运转体系，仅仅依靠华尔街自身的力量是不够的。华尔街或许能够尽其最大努力实施和贯彻上一章所述的基本准则，这也是华尔街沿着正确的方向前行的必然要求，但不能期望华尔街自身能够解决所有的问题。事实已经证明，华尔街所存在的错误和过失可能导致极为严重的问题，如果要使这些问题得到控制，它必须寻求外部支持。正如前文所述，监管和审计机构是两个核心的外部防御主体，至少从理论上讲，他们通过执行他们所制定的规章、管制措施和政策方针，能够为华尔街提供更高水平的审核和指导，能够帮助华尔街的银行机构把意外事故和不正当行为减少到最低的程度。但他们首先只有使自己的内部秩序井然，才可能有效地发挥作用。如果监察人员不称职、存在利益冲突，或者没有良好的意愿，让他们对他们所管辖的机构和人员进行监管和审查就没有意义。

然而，如果要使得改革真正地富有成效，仅仅有监管和审计机构的参与还不够。因为困扰华尔街的很多难题非常复杂，而且影响深远，其他外在的利益相关方也必须发挥应有的作用。比如，银行机构的投资者和客户就必须积极地促使银行严格遵守各项规程。他们已经有意愿在揭露华尔街的阴暗面方面发挥应有作用，并且愿意坚持不懈，直到提出正确的解决方案为止。事实上，我们坚持认为，这些外在的利益相关方有责任和义务积极参与华尔街的事务，以及华尔街错误和过失的处理，他们应该成为挑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战华尔街现状的急先锋。因为一旦华尔街出现错误和过失，他们最终会成为最大的受害者。但对于某些外在的利益相关者而言，这必将是一个不甚令人愉快的角色，因为相对于大声疾呼、极力抗争，以及要求银行给予满意的答复而言，出售所持银行的股份或另外寻找别的银行开展业务要简单得多。但那些愿意大胆采取积极行动的人，必将在华尔街的改革过程起到不可替代的作用。

因此，如果要帮助华尔街取得进步，外部的防御体系就必须建立起来。其中甚为紧迫的就是外部的利益相关方要通过积极地实施和贯彻几个基本准则，来改善华尔街的状况。本章的核心就是阐释这样七个基本准则。

基本准则#1：确保监管和审计人员非常非常优秀。监管和审计过程的优劣完全取决于监管和审计人员的素质。如果让知识浅薄、经验缺乏、容易上当受骗，而且毫无头绪的监察或审计人员进行相关工作，那么，监察过程必将达不到基本要求，也不会产生任何效果。但如果监察过程是由那些对华尔街业务流程非常熟悉、知道哪些方面重要，那些敢于与华尔街自以为是的家伙对峙，那些富有经验、能够带着怀疑的眼光看待监察过程，那些懂得撇开表象看实质或懂得怎样搜寻隐藏的核心问题的人员进行的，那么，监管和审计职能就能够发挥有益作用。这就是说，监管和审计机构应该聘用知识渊博、经验丰富、熟悉华尔街控制流程、不存在利益冲突，而且作风强硬的优秀人才从事相关工作。如果外部的监察机构想要解决他们在监察华尔街是否依照规程运营的过程中所存在的难题，为什么不雇用优秀的人才来完成这一任务呢？这不但会增加监察机构发现真正有意义的不正当行为的几率，而且也向华尔街传递了一个强有力的信号，银行机构不能再指望愚弄初级监管或审计人员，相反，华尔街的银行机构所面临的是一些曾经在华尔街有过多年从业经验的律师、投资银行人员，或风险管理人员，他们本身对华尔街的业务非常熟悉。这就是促使华尔街坚持以正当的方式从事经营活动的外在力量。

显然，这种方式需要花费成本。实际上，具有理想素质的潜在监管和审计人员是很难发掘的，因为他们绝大多数正就职于华尔街的律师事务所、咨询机构，或者其他薪资水平较高的公司。因此，现在是监管机构和审计师事务所应该为人才付出足够薪资的时候了，华尔街的银行机构肯定早就已经这样做了。尽管这会耗资巨大，但这是一个值得投资的项目，因为这将使监察机构在“追赶”华尔街业务发展的过程中花费更少的时间和成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本，并有更多的时间用来防止潜在的问题发生。如果监管和审计机构能够现在多花费一些成本，这样就能够获得更多称职的员工，只要能够监察出几个有可能演变成爆炸性大问题的问题，这些额外的费用很快就能得到弥补。监管机构只要向被监管的华尔街银行机构征收"特殊监察税"，审计机构只要稍稍提高审计收费水平，他们就能够获得足够的资金吸引优秀的人才。这应该是有利于经济的良好运行的(此外，如果监管人员的薪酬支付受政府公务员薪酬标准的限制，只需要制定一个专门针对金融监管人员的薪酬支付标准，就可以解决问题)。

这一基本准则有助于华尔街哪些错误和过失的解决呢？有助于本书所提及的大部分问题的解决，因为任何与违背规程相关的问题(比如分股、进阶，以及提前布局)都能够由具有良好专业技能的监管人员所解决；而任何与内控不力相关的问题(比如由操作、法律或模型风险所引发的损失)都能够被一流的审计人员审核出来。如果用经验丰富的老练监察人员替换原来的初级的监察人员，华尔街违背规程、发生严重错误，以及出现不正当行为的频率就必定会下降。但这能够消除华尔街所有的错误和过失吗？当然不可能，华尔街总会发生这样或那样的问题，但这必将有助于发现、防止，甚至消除许多问题，而这就意味着巨大的进步。那么，谁该负责这一基本准则的实施和贯彻呢？监管和审计机构的负责人应该负责，他们有相应的权利和资源招聘具有一流素质的人员，并保证监察过程更具价值。

基本准则#2：确保监察工作有实际意义。监管和审计机构必须停止他们多年以来一直所遵循的生硬的选项式审查，开始进行(非常)深入的挖掘。如果外在的监察程序想要确保华尔街不再损害华尔街自身及其利益相关方的利益，那么，流于形式的监管和浮于表面的审计首先就必须不再发生。监管和审计机构应该摒弃已往的老套路，对已知的和可疑的问题进行细致的分析，并安营扎寨，开始深入的挖掘，直到发现真正的问题或确信所有的业务都已令人满意地在发挥作用方才撤兵。如果监察过程需要好几个月，那就进行几个月，这至少比遵照传统的标准操作程序(Standard Operating Procedure, SOP)进行选项式审查要更具价值。需要优先进行彻底审查的业务很容易确定，比如那些面向客户的职能与程序，那些攸关独立性和风险控制完整性，那些可能导致利益冲突，以及那些与新产品、新市场和新风险(例如，由于操作、交易、信用或法律等方面的风险所引发的损失)有关的方面都是应该审核的重点。所有这些都可能是发掘潜在欺诈行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为的线索，但获得这些线索往往需要更加深入的调查，而不是草率地审核一下表面的东西就可以发现的。有了这些线索，监察人员就能够真正地开始挖掘问题，进行有意义的，能够增加社会价值的监察活动，并且这样的监察活动必将使得华尔街所有的利益相关方受益。监管过程中重要的一环，就是监管机构之间应该彼此精诚合作。他们都是监管团队中的一员，虽然他们之间为了监管势力范围问题而存在激烈的斗争和相互指责，比如美国证券交易委员会与美国期货交易委员会，以及州监察总长之间。我们希望华尔街中所存在的内部利益冲突不要在监管群体中出现。因此，监管机构之间应该摒弃管辖范围的争论，以及彼此间的权术斗争，而应该共享信息和资源，相互协作，共同把监管工作做好。或许，我们可以斗胆建言，应该改革整个监管体系，建立一个单一的、类似于英国金融服务局(U. K. Financial services authority)之类的超级监管机构(Superregulator)，这样一个机构是同一个团队，具有同一个目标。

监察机构在进行深入监察的过程中，还能带来的其他好处就是对银行机构产生威慑作用。银行不喜欢外在的监察机构对他们的经营过程进行监察，搜查他们的账簿、日志、文件、电子邮件、电话录音等等。但他们知道，就算外部监察机构真的对他们进行监察，也不可能长期进行监察，持续时间不过两周或三周而已，如果有必要的话，他们能够使所有的事情在如此短的时间内看起来尽善尽美。然而，如果银行机构知道，他们所面临的监察将持续 6 个月、12 个月，甚至 18 个月，那么，他们将不得不在更长时间内使自己的行为维持良好，而且即使他们有什么见不得人的东西，也很难隐藏。因此，他们或许一开始就会更加注意自己的内部控制，更加小心谨慎地管理自己的业务操作、内部控制、内部监察、政策方针、业务程序、积存的订单、未及时交付的业务，以及账面核查等等。实际上，为了不至于在监察机构面前显得自己管理混乱(这会招致监管机构更长时间、更为严厉的监管)，他们会更加勤勉地管理好自己的业务和内部控制体系。

这一基本准则有助于解决华尔街的哪些错误和过失呢？毫无疑问，有助于解决许多由于违背法规和监管要求，以及其他由于软弱的内部控制所引发的很多问题，比如，对银行机构整个业务过程进行彻底的监察，可以防止银行在准备金管理、仓位价值评估、过期存货管理、风险报告与控制，客户信息披露、客户价值评估、抵押品管理等很多方面必定会发生的，但仅仅依靠银行内部监控又无法防止的很多或大或小的问题。所有这些方面的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内部控制程序一旦存在缺陷，必然会导致意外事故，甚至更加严重的故意犯错。真实有效的外部监察就能够消除所有这些内部控制中存在的不足。那么，谁该来负责这一基本准则的实施和贯彻呢？同样，监管和审计机构的主要负责人首先应该负责，他们必须制定审查总的指导思想和基本方法，其次，现场执行监管和审计的专业技术人员（希望是富有经验的人员）应该负责，他们对日常的审查工作负有管理责任。

基本准则#3：更加明智地实施和贯彻监管。监管机构必须实施新的规程，要求参与市场竞争的各方都有新的表现。如果有必要，他们必须通过更加有力、更加频繁的监管来提升整个监管水平。不愿受到约束的市场参与者在同一个句子中看到两个“更加”不免会有些胆寒。我们同样也会为之一震，因为监管机构都在其监管的领域实施更多的监管，肯定不是解决问题的最佳方案。但是，实施更多“明智”的监管确实是解决问题之道。经过仔细的考究、对未来情势的认真思考以及充分的咨询与合作，监管官员们能够提出很多有效基础性的新法规，并要求任何各方都必须遵守。这样，客户、投资者、债权人，以及其他相关方就会觉得自己能够得到保护，而且也必将得到保护。其中一条基础性的法规就是要求华尔街具有透明性，也就是真实地披露华尔街的真实状况，另一条基础性法规就是不再维持华尔街的现状，也就是如果确实出现了问题，则应立即纠正。

■要求信息透明。监管机构必须要求华尔街有更高的信息透明度。华尔街的金融机构非常庞大，财务杠杆很高，而且波动性也很高。因此，为什么不获得关于他们正在进行的业务的更多信息，并把详尽的信息公之于众呢？如果银行机构愿意参与信息透明相关法规的制定，并自愿遵守这些法规，那么他们应该愿意披露相关信息。但如果他们不愿意如此，监管机构仍然应该执行更加明智的信息透明相关法规。信息透明主要包括些什么内容呢？

确保银行机构快速准确地向所有人提供有关他们业务操作的有实质意义的信息。这就是说，银行机构应该给出自己“真实的收益状况”，不对收入状况进行管理，不虚假地估计价值或准备金，不向特殊目的载体转入高风险的或无法按市场价值进行评估的资产。监管机构应该要求财务报表中所反映出来的资金的流入与流出更加完全。如果银行机构在经营过程中产生了X美元收益或者损失，就应该如实地在财务报表中反映出来，不应该隐匿，含糊其辞，或者进行“管理”。谁在乎银行某一季度的每股收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益(Earnings per share,EPS)最终高于或者低于股票分析师的预测？难道银行的董事会和管理高层不应该更加长期地关注每股收益？如果确实如此，他们就应该不要太在意对未来收入的预测和预期，不要参与利润报表操纵，而只是关注银行更加长远的利益。现在是该减少季度利润报表虚假"管理"，使之如实反映银行经营状况的时候了(当然，不仅仅是金融机构，所有公开上市的公司都应该如此，只是非金融机构超出了本身探讨的范围)。

其次，确保华尔街的金融机构向所有人披露"真实的风险状况"。毕竟，华尔街所经营的是风险业务，如果能够清楚地知道他们所承受的风险，以及他们是如何经营风险的，特别是对那些为华尔街提供资本的人而言，是非常有意义的。多年以来，他们也曾试图提高风险状况披露的质量，但一直没有用心去推动，而且绝大多数情况，也是因为发生了重大的信贷或交易损失，给客户造成了损害或者引发了人们对金融系统稳定性的担心，才想起要加强对风险信息披露的管理。往往是出现了严重的问题，监管机构才要求银行机构披露更多与风险有关的信息，而银行机构也就敷衍一下，但人们无法从他们所披露的信息中发现特别有用的东西，因为表达这些信息的措辞晦涩难懂，实际上不可能传递出什么有用的含义，而且大多数信息都隐藏在令人难以研读的财务报表附注当中。随着时光的流逝，监管机构、客户和投资者也就渐渐淡忘了对风险信息的披露要求，华尔街又慢慢恢复了本来面貌，直到下一次重大损失事件出现。监管机构早应该要求银行机构实实在在地披露他们所承受的风险状况及其发展趋势(在这里，仍然要强调，银行机构必须"有意义地"披露风险状况，因为银行机构很容易披露出很多没有实质意义的风险信息)，任何可能导致损失的信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险，以及法律风险的真实情况，都必须清楚而充分地在财务报告中反映出来，让利益相关各方能够掌握足够的细节，并清楚地知道一旦出现不利情形，可能出现什么样的情况。披露风险状况的细节很重要，因为只有这样，利益相关各方才能知道银行机构在经营过程中承受的风险到底有多大；对于风险的粗略的度量(例如，在险价值、资产负债比，以及总的风险暴露程度)并不能说明多少问题，因为这种度量可以有多种解读而失去了实际的价值。而且，银行机构在季度或年度报表中披露的时点风险信息一般也没有太多的用处，因为，银行机构往往能够通过粉饰手段使得自己的风险状况在某一时点比实际状况要好得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果监管机构要求银行重点披露某时期内或不同时期之间风险变化的趋势、集中程度，以及缺乏流动性资产的价值，以方便利益相关方判断银行机构的风险状况变好还是变坏了，那么，情况就会好得多。当然，这并不是说银行机构应该不要留有任何秘密，完全披露所承受风险的各个具体方面，这可能不利于银行的竞争。但应该有一个适宜的风险状况披露标准，它既能保证向投资者披露必要的信息，又不会损害银行机构在某一特定市场的竞争能力。

再次，确保银行机构披露与客户业务关系的真实性质，以及任何可能存在的潜在利益冲突。一旦涉及客户、业务关系、金钱，以及可能的利益冲突，事情往往会比较复杂或者棘手，银行机构应该公开披露他们是如何处理这些事务，以避免歧视其他各方的。包括投资银行、研究分析、销售、对客户的“投资”，以及董事关系等在内的所有方面，都应该如此。如果银行机构存在可能导致他们出现不正当行为的关系(或者，至少存在这样的诱惑)，应该要让利益相关方完全清楚地知道。而且，如果银行机构的董事会(或者，薪酬委员会)所制定的经营方针无法保障其内部各部门的独立性，那么，银行机构应该尽快改正，因为银行机构的董事会不能让不独立的董事成员占据大多数席位，否则，必定会产生利益冲突。

有人认为，上文所提及的信息透明度要求将导致银行在竞争中处于不利地位，但我们不这么认为。如今，华尔街的银行机构几乎都在从事相同的业务，虽然他们业务的形式、层次，以及规模各有不同，但业务的本质是完全相同的。提高信息透明度只会使得他们更加诚实。如果 ABC 银行披露说他们在指数套利业务中获得了 1 亿美元收益或者在原油交易中蒙受了 5 000 万美元损失，而且事实就是如此，难道会有损于他们的竞争能力吗？如果 ABC 银行披露说，若是欧元升值 2%，他们所持有的仓位将损失 7 500 万美元，而若是欧元贬值 1%，他们将获利 5 000 万美元，难道会有损于他们的竞争能力吗？如果 ABC 银行披露说，在过去的几个季度中，他们增持了指数套利和原油交易的风险仓位，而降低了欧元资产的风险暴露程度，难道会有损于他们的竞争能力吗？如果 ABC 银行披露说，若是事件 1、2 或 3 出现，将发生不可预计的重大损失，导致银行亏损 5 亿美元，亏损额度比上一季度增加 1 亿美元，难道会有损于他们的竞争能力吗？如果 ABC 银行披露说，他们与一家上一个月刚刚上市的企业达成了一项技术采购协议，难道会有损于他们的竞争能力吗？这些根本不会影响银行的竞争能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力，但对ABC银行的投资者而言，却意义非常重大。因此，为什么不向投资者披露？华尔街的其他金融机构同样也应该提高信息透明度，比如共同基金，基金公司必须真实地披露他们的基金业绩、风险状况、目标基金、收费情况，以及薪酬支付状况，而不应该任意臆造或者故意隐瞒。也许一些公开信息可以消除运营与风险中的一些不良动机。

■如果出现问题，则立即纠正。前文已经探讨过为什么华尔街乐于维持监管现状不变；惯性是一股非常强大的力量，除非出现了极其严重的问题，“老样子”还会继续维持，并且必定在以后还会出现问题。曾经出现过的问题如今还在继续出现，这样的事情屡见不鲜，譬如提前布局、合谋、研究分析丑闻、进阶、优先分派股票、不正当地销售高风险的衍生证券、延时交易等等，所有这些欺诈行为都曾出现过，如今仍然存在。如果事情偏离了监管的要求，就应该优先得到纠正。

监管机构绝不应该满足于现状；他们必须积极参与，并立即干预华尔街的不正确做法。难道过去所发生过的状况，应该成为指导华尔街开展业务的决定性因素吗？肯定不应该如此，但过去所发生的状况表明，监管机制必须进行大规模的改变，比如全面整改作为自律性监管组织的证券交易所在自我监管过程中所存在的漏洞；彻底纠正专业会员交易商/做市商体制，防止提前布局、双向交易、合谋行为发生；确保银行机构更加负责任地提供审慎性审查服务，发表公允意见；要求经纪人薪酬的支付不建立在佣金的基础上；禁止向缺乏经验的投资者销售高风险的柜台交易衍生证券；禁止基金进行择时交易和延迟交易，等等。明智的监管应该要在能够保护利益相关方免受伤害的同时，不至于妨碍银行开展业务。

同样，也有人认为，这会使银行在竞争中处于不利地位，会加重银行的负担，并且代价高昂。但我们同样不敢苟同，因为这会带来一个更加安全的经营环境，即使存在一些额外（明智）的监管，从中远期来看，会为银行机构带来更多的业务。当然，这样做的最终目的，应该是监管机构放松监管。一般而言，现代金融系统希望能够自由地从事各种产生利润的业务，这显然是一个正当的目标；而且，华尔街总体而言是成功的，因为它没有承受过重的监管负担。然而，有时候更多明智的监管也是必需的，因为如果没有严格的规矩，不正当的行为就会出现。而且，很多监管措施十分有效，已经成为（并且应该继续成为）整个金融系统不可动摇的一部分。当然，也有一些特定的监管措施，一旦他们的使命已经完成，就（也能够）被取消，比如不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正当行为已经得到了控制，事实表明银行机构已经能够采取更加谨慎的方式处理业务，免除监管也是适当的。加强监管的最终目的应该是放低准入门槛，提高非中介化程度，但这些只有在明智的监管原则已经根深蒂固，并且正当行为已经得到广泛认同时才可能实施。这种放松监管的方式其实并不新鲜，譬如，早在20世纪20年代末期，投资者利用保证金交易制度购买了过多股票，随着股市大崩盘的到来，而使自己处于破产的境地，美联储被授权加强对股票市场信贷业务的监管，这些谨慎性原则至今仍然适用，因为它们对客户和中介机构都相当有帮助；在《甘恩·圣·哲曼储蓄机构法案》通过以后，储蓄借贷机构被允许利用高风险性的金融工具进行过多的投机，并最终出现了严重的问题，他们因此又一次必须受到监管，并且至今还得遵守这些谨慎性法则，显然，这对储蓄借贷机构的客户而言是相当重要的。如果银行机构向新兴市场国家借贷过多，并因此遭受了信贷风险，他们仍然必须遵守最低资本标准，这也是他们必须遵从的审慎性原则。如果银行机构试图通过发行新的证券偿还存在坏账风险的贷款，从而欺骗资本市场的投资者，监管者就必须根据《格拉斯—史蒂格尔法案》实施干预，而如果这一问题已经无关紧要，相关的监管也就逐渐放松了（当然，这经历了数十年时间，但这一方面的正当行为大体说来已经在银行机构中占据了主导地位）。

上述一切的关键在于确保监管规则得到持续的遵守。制定一些规则，规定银行机构（以及证券交易所和基金公司）可以或者不可以做什么，是很容易的事情。然而，如果银行机构不相信这些规则，或者觉得它们没有什么用处，那么他们遵守这些规则就仅仅是为了应付监管要求，这就是说，良好的行为准则并不会融入到银行机构的文化中去。如果监管规则无法融入到银行机构的文化之中，无法与银行机构的内部运营体系构成一个整体，那么整个操作程序又会回归到毫无意义的选项式审查，他们之所以这样做，仅仅是因为监管机构要求这样做，而不是因为有益于他们自己的日常经营管理。如果监管规则能够同时让参与其中的人都得到益处，它就不会成为一项官僚手段。如果监管机构所制定的监管规则能够在让银行机构觉得有实际意义的同时，还能为利益相关各方提供理想的保护，银行机构理所当然会遵从这些规则，并且每天都会认真贯彻。这样的案例也有不少，但还不够。譬如，国际清算银行（Bank for International Settlements）在制定一些新的信贷风险资本模型时，就从以前的老方法（强制要求所有银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行机构都必须沿用其制定的规则，但由于该规则脱离实际太远，事实上除了国家监管机构，没有人愿意利用这些规则）转变成使用新的方法，更加强调使用银行在管理信贷业务时真正习惯的方法。因此，在每个国家的监管机构都允许银行机构使用自己开发的信用风险管理模型以后，监管人员和银行界人士都发现，他们在使用相同的工具控制和监管信用风险。这是制定监管规则的明智的选择，旨在保护银行机构利益相关方的规则，应该是在银行机构自己的推动下制定的。希望以后能看到监管机构更多地利用这种方式制定监管规则，因为它行之有效。

这一基本准则有助于华尔街解决哪些错误和过失呢？有助于解决前文探讨的很多不正当地对待客户的问题，包括错误陈述、利益冲突，以及欺诈等，还有助于发现很多银行的投资者不容易觉察到的问题（譬如，银行机构所承担的风险超出了任何人的想像，经营过程中的内部控制相当软弱，等等）。那么，谁又该负责这一基本准则的实施和贯彻呢？应该是监管机构本身，但不是孤立地实施。他们试图施行的任何“明智的监管规则”都应该建立在与银行机构进行了充分沟通的基础上，因为事实已经证明，这将比唐突地引入监管规则，而要求银行机构必须遵从，要好得多。

基本准则#4：严格管制利益冲突。这一针对外部机构的基本准则非常简单，因为上一章我们曾经提到，那些就职于银行机构（或者自律监管组织内）的人不应该存在利益冲突，本章不过是重复这样一个信息：那些负责监管或审核银行机构的监管人员和审计人员也不应该存在利益冲突。这就是说，银行机构不能引诱正在对他们进行监管或审核的人员加入自己的公司，而那些试图离职进入华尔街银行机构的监管人员和审计人员，也必须历经至少数年的冷却期（cooling-off period）。

如果那些从事监管工作的监管人员希望到华尔街工作，这是件好事，因为这有利于“双向交流”，也有利于在整个金融行业传播监管理念。然而，监管人员转行到任何一个从前有过监管业务关系的金融机构，都必然存在利益冲突。更为不幸的，任何这种情形的出现，都必然会导致客户或投资者对独立控制程序的担心，这就是说，应该要不惜代价防止这种情况的出现。如果你在新闻中得知，XYZ 银行刚刚聘用了与该银行存在长期业务关系的审计机构的前风险业务审计主管，担任该银行风险业务的审计主管，你至少可能想知道他是如何得到这份工作的，他与该银行之间是否存在什么不道德的事情，是否还能对该银行保持适度的信任感。他们为什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么要这样做？为什么要让利益相关方感到迷惑不解？以及，为什么要让审计人员和监管人员处于一种很可能被引诱从事一些不适当事情的尴尬境地？

因此，监管人员与审计人员，无论是最初级的还是最高级的人员，都不应该允许为他们正在负责或者曾经负责过监督工作的银行机构工作。如果监管机构的人员能够轻易地转变成为被监管机构的人员，那么其中潜在的冲突和诱惑是相当巨大的，这意味着，监管人员必须一直从事监管业务，就算是要加入被监管机构，也应该要经过一定的冷却期。这其实是再简单不过的道理：监管机构和审计机构必须禁止自己的人员在离职两年、三年或五年内转行到银行机构，而银行机构的管理者们也必须同意不聘用尚在冷却期内的监管机构或审计机构的职员。这样，所有的诱惑都能得到消除，所有可能产生的利益冲突，以及其他可能导致错误的小漏洞也将得到弥补；监管和审计工作也将因此变得更加严格。

这一基本准则有助于华尔街解决哪些错误和过失呢？有助于弥补内部控制中存在的任何薄弱环节，以及防止希望转行到银行机构工作的监管人员"忽视"银行机构在风险报告、风险控制政策与操作程序中存在的问题（这些问题可能最终会导致客户或投资者蒙受损失）。即使情况没有如此严重，这一基本准则也能够防止任何可疑的业务出现，让利益相关方感觉更加安心。那么，谁该负责这一基本准则的实施和贯彻？华尔街银行机构的执行总裁，以及监管机构和审计机构的负责人，他们必须就适当的冷却期达成一致，制定相应的基本规则，并要求他们的监控/执行部门负责监督实施。

基本准则＃5：惩罚违规者。那些违反规则的人应该受到外部机构的惩罚。这一基本准则与上一章的内容有些类似，其本意也是如此，因为它从另一个层面保证银行机构及其员工严格遵守规范。正如银行机构的董事会和管理高层有责任和义务惩罚他们自己的员工，监管机构也有责任和义务在自己的职权范围内，惩罚那些不遵守规则的银行机构。不幸的是，我们经常看到，监管机构只是给予那些违规者微不足道的处罚就轻易地放过了他们，而这使得监管机构无异于纸老虎，只不过这一次是一个需要履行监管职能的纸老虎，这甚至会产生更大的危害，因为监管机构本应该监管、控制和约束银行机构的行为，并提供有意义的仔细审核。回顾华尔街过去数十年的历程就能发现，没有人在意监管机构察看到了什么、做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了什么，或者发现了什么，因为它从来没有真正地严厉惩罚过任何机构。那些曾经欺骗过中小普通投资者或欺诈过机构投资者的银行机构所面临的处罚非常轻微，他们几乎没有理由要改变自己的不正当行为。除非银行机构的不正当行为影响非常广泛，甚至只有演变成了整个行业共同的不正当行为或欺诈行动时，他们才会受到较大的惩罚，而且即便是这样，几亿美元的罚金有时也很难促使他们改变自己的不正当行为（对资金实力雄厚的银行机构而言，0.5亿、1亿，甚至2亿美元的罚金简直就是九牛一毛）。一些更小的违规行为，即使可能造成同样的损害结果（有时甚至更为严重），也很可能没有受到制止，更没有受到惩罚。

严重的违规行为与金融犯罪，不论以什么形式出现，都应该受到严肃查处，而不应该像过去那样受到如此宽容的处理。对于那些敢于出现不正当行为，而又自作聪明，认为能够逃脱处罚的银行机构，应该给予严厉的经济处罚和业务制裁。监管机构（以及法庭，如果上诉到法庭）有责任对违规者作出快速而有意义的处罚，并确保处罚得到严格执行；同时，要随时对违规者进行惩处，而且处罚力度要严格。严格地执行处罚措施不但使得违规者付出应有的代价，更为重要的是，向那些试图犯同样错误的潜在违规者传达一个强有力的信号：只要有不正当的行为，就必将付出相应的代价。

虽然本章的主题在于探讨如何防止华尔街的侵害行为，但监管机构现在应该不再允许银行机构进行无抗辩交易（no-contest plea bargains）。监管当局只要那些违规的华尔街银行机构同意缴纳罚金，进行一些小（常常毫无意义）的改革，并不需要承认任何不正当行为，就轻易地放过他们，这样的案例屡见不鲜。这使得银行逃脱了舆论监督（以及一些可能的诉讼），使得违规成本微不足道。为什么华尔街即使证据确凿也绝不承认任何犯罪行为？难道他们掏出（股东提供的资金）自己的支票夹支付罚金，以解决那些他们并不认为是犯罪的问题，不就是承认有罪吗？为什么呢？（银行的高层管理人员认为，他们之所以支付罚金主要是为了避免费时长久而且成本高昂的法律诉讼，虽然他们完全能赢得诉讼，但诉讼会影响银行的业务开展）。除非被证明有罪，任何人都应该假设是无辜的，但是，如果银行机构认为自己不存在任何不正当行为，就不应该支付罚金，他们完全应该在法庭上为自己辩护。监管机构不应该终止针对银行机构不正当行为的诉讼。

这一基本准则有助于解决华尔街哪些错误和过失呢？有助于解决绝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数与故意犯错有关的问题。尽管意外过失也可能产生问题和损失，但它并不违背监管规则，但一般而言，故意犯错会涉及违背法规和监管规则。如果银行机构确实存在不正当行为，通过诉讼给予他们一定的惩罚，会向那些试图犯同样错误的机构传递一个明确的信号，最终必定有助于降低不正当行为发生的频率和严重程度。那么，谁应该负责这一基本准则的实施和贯彻呢？主要应该由监管机构的执行部门负责，在法律诉讼过程中，总检察长和整个司法系统也应该负责。他们共同拥有严厉打击违背法规的行为的权力。

基本准则＃6：确保利益相关方积极响应。当然，在其他利益相关方介入以前，银行机构本身就应该整顿自己的内部管理秩序，监管机构和审计机构也应该建立其外部防御体系，而且如果银行机构和外部的监察机构能够很好地配合，并都作出自己最大的努力，也必将能产生良好的结果。但其他的外在的利益相关方，尤其是客户与银行的投资者，也应该在弥补华尔街的错误和过失中起到自己应有的作用。他们必须对自己的行为承担更大的责任。

■客户。回顾多年来华尔街所存在的错误和过失，银行机构的客户很显然也难辞其咎。如果他们不是那么很轻易地就接受华尔街激进的推销，问题或许不会总是那么严重；如果他们不是那么容易上当受骗或者贪婪，损失或许就不会如此惊人。当然，这不是要为华尔街寻找替罪羊，本书所探讨的问题主要应该归咎于华尔街。然而，客户有时候过于相信银行机构极具欺骗性的研究报告，购买最新的热门股票或债券，以期望它们能使自己一夜暴富；他们太热衷于借入超过自己承受范围的资金，或者在自身条件还没有完全成熟时，就太过于急切地想要上市融资，或者过于狂热地购买衍生证券，使自己所承受的风险超出了自己处置能力的范围。所有这些行为无不为华尔街出现不正当行为开启了方便之门。

以零售客户和机构投资者为例，他们常常只看到盈利的信号（或者潜在的盈利信号），而忽视风险警示的信号。他们常常投资于那些投机性越来越强、稳定性越来越差、可靠性越来越低的交易；他们经常承受着过高的财务杠杆（通过保证金交易制度、银行借贷，或附条件回购协议融资）；他们常常忽视晦涩难懂的投资说明书上所披露的风险；如果研究分析师坚决认为即将进行首次公开发行的企业的股票价格能够达到该企业 2025 年每股期望收益的 250 倍，他们也完全乐于相信。所有这一切都是因为他们试图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得彩虹那端的金罐子（西方传说中认为，在彩虹的尽头能发现金罐子——译者注），但他们忘记了跨越彩虹是极其危险的，而且金罐子或许只是一种幻觉。正如华尔街的人士，客户也有贪婪之心。这种贪婪的心态在市场处于强势的时候尤其容易出现，此时市场行情每天都看涨，每天都能在交易中获利，而且首次公开发行股票和增发新股的价格猛涨，借贷资金大量流入证券市场，没有人再在意什么谨慎性原则。但任何不遵从谨慎性原则的人注定要失误，因为市场终会崩溃，此时市场信心受挫，日交易量大幅下降，股价狂跌，信贷资金大量流出。因此，大家都忙着盘算自己的损失，在报税时进行亏损抵扣，部分人甚至聘请律师准备诉诸仲裁或上法庭。这样的事情在前文所探讨的华尔街业务中屡见不鲜，比如为了赚取暴利，客户们常常太不明智地进行过度的借贷，依据华尔街的糟糕建议发行太多的股票，购买过多的衍生证券或结构性票据，过多地从事错误的企业并购交易，等等。

客户应该约束自己的行为，避免落入贪婪的圈套。他们不应该忘记历史的教训，不应该忘记市场出现高涨以后必定会紧跟着回落并出现低潮，他们不应该忘记，华尔街不可能有轻松的盈利机会，每一项回报都承受了风险，不存在收益远远超出风险的盈利机会。如果某些业务盈利空间看上去过高，那它必定是过高了；如果某些业务获得了超出一般的回报，那么不可能没有承受风险，不论投资银行人员、经纪人或研究分析人员吹得如何天花乱坠。客户应该记住，不要被一夜暴富的谎言、承诺所迷惑。当然，这说起来简单，但实际操作起来并不简单，在市场高潮处于末期时尤其如此。金融发展史告诉我们，投机泡沫几个世纪以来一直存在，因为投机是人类逐利的本性；人们总是更加喜欢“更多”的状态，多年以来一直如此，比如17世纪的郁金香泡沫，18世纪的“南海泡沫”（South Sea Bubble），19世纪末的棉花与铁路投资狂潮，以及20世纪20年代的高杠杆信托投机，60年代的热门股票投机，90年代的在新兴市场国家进行的利率差价交易（carry trade）投机，乃至新千年发生的TMT泡沫等。客户应该自律、谨慎、小心，尽力压抑（至少控制）自己贪婪的本性。

■股东。股东也应该承担责任。他们应该确保董事会成员行使应该行使的责任，以使他们投入银行的资本得到更好的控制。显而易见，从法律的角度看，股东是这整个外部防御体系中最为核心的外部利益相关者（甚至，比客户还更加重要）。他们所持有的每一股股份都代表一定的法律

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权利，他们已经开始更加积极地行使这些权利，并已经开始成为更加强有力的外在监督人，这方面的内容我们在前文已经有所涉及。股东有权利选择并选举董事，作为自己的代言人，这就是说，股东们应该积极地参与董事的选举过程，确定现任董事中哪些董事称职，哪些董事不称职，哪些董事为银行的发展作出了贡献，哪些反而阻碍了银行的发展，候选董事名单中的哪些人可以担任董事之职，这些候选董事过去的业绩以及从业经验如何，等等。并且，他们必须投票选择自己心仪的代言人。那些认为“我的选举微不足道”的人没有履行自己的责任，如果事情最终变糟，他们就不应该再抱怨。那些积极参与并投入其中的股东，尤其是机构投资者，完全能够使银行有所改变。而且，这一过程实际上已经超出了选举董事会成员本身，还能够确保股东在银行中的其他利益，因为选举机制允许很多议事议程通过股东表决解决，这些议程包括薪酬政策、并购、股票期权支出，等等（比如，新股的增发，股东就应该关心，因为这会影响他们对银行已有投资的价值）。银行机构的每一个股东都有义不容辞的责任通过积极的行动支持华尔街建立起防御体系。

这一基本准则有助于华尔街解决哪些错误和过失呢？有助于解决那些把客户置于不利的境地，以及导致股东蒙受损失的问题。因为明智而谨慎的客户应该拒绝银行机构所推销的糟糕的融资交易、可疑的并购，以及虚幻的投资，这样他们就能保护自己以及自己的经济利益；他们也应该对华尔街明确夸大其词的交易/销售说“不”，因为一旦情况变糟，就可能带来严重的经济损失。而且，银行机构的股东最终也将从中获得好处，因为如果银行机构没有出现交易丑闻或者错误和过失，就相当于不再要为它们出现严重事故而蒙受经济损失。那么，谁该负责这一基本准则的实施和贯彻呢？显而易见，应该是客户和股东，因为他们都应该承担起自己的责任。

基本准则#7：记住华尔街仍然是一个买者自重的市场。最后有必要提醒每个人仍然需要密切注意华尔街的动向。如果事情恢复平静，如果华尔街在好几个星期或好几个月内没有出现重大事件，或者市场再次开始持续升温，客户又开始觉得经济富足，投资者、客户，以及其他利益相关方就很容易在不知不觉中开始满足于现状。而实际上，这是一种最为危险的状况，因为如果华尔街再次大规模地出现错误和过失，他们又会再一次遭受损失。

利益相关方对华尔街所出现的任何不甚正当的行为都应该保持警惕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(例如，极为激进的投资银行人员、机构客户销售人员，以及经纪人推销热门的新股票、交易或投资；研究分析人员推荐的“买入”级别的股票的比例异常的高，银行机构在业务量的排名中表现不错，而按照公开的业务收入排名，却相当糟糕；长时间拖延衍生证券或其他复杂投资工具的价值评估，等等)。有一点极为重要，就是监管机构、审计机构，以及其他外在的监察机构提醒自己的职员，虽然内在的和外在的利益相关方都在努力纠正华尔街所存在的不足，但华尔街在其核心业务领域还是存在错误和过失，而且这些错误和过失在未来还可能继续出现，虽然如果有更高意愿真正地进行弥补和纠正，这些过失应该有所下降。但问题的关键是，任何人在与华尔街开展业务的过程中，都应该睁大眼睛，对华尔街所存在的不足、利益冲突和不正当行为保持警惕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章 结束语:路在何方



通过前几章的探讨,我们对华尔街有了较为完整的认识,对于华尔街各项业务中不甚理想的方面也有所了解。同时,我们也探究了华尔街为什么没有正确地行事,并讨论了可以采取何种措施改善现状。那么,接下来会怎样?让我们带着这样一个问题,概括一下我们前文所阐述的观点。

接下来会怎样,取决于华尔街人士以及华尔街的利益相关者如何看待我们前文所着重阐述过的所有违规问题。

华尔街的各界人士是否认为他们从事业务的方式存在问题?他们是否认为事情已经足够好了?他们是否乐于保持现状?他们是否确信自己的行为是可以接受的,因为同样的行为方式在过去的 10 年、20 年或者 100 年一直都存在?他们是否认为事情已经很好了,因为在 50%、75%或者 95%的时间里,业务都进行得非常顺利(相当好/非常完美)?如果他们认为一切令人满意,前文所描述过的错误与过失是经营过程中不可避免的,而且并不会真正地对华尔街的核心业务产生太多的损害,那么,对"接下来会怎样"这一问题的回答十分简单:还是过去的继续,至少在一段时间内是如此。如果华尔街不觉得自己的运作方式中存在太多的问题,就不会有翻天覆地的改变。

而且,华尔街的利益相关方是否认为,我们前文所提及的不正当行为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经足够严重，需要采取强硬的态度，并要求华尔街改正？监管者、审计者、客户和投资者是否打算坚持要求华尔街进行公平交易、改革，采用新的（希望是明智的）监管和问责机制？一些利益相关者已经在与华尔街的艰苦斗争中显示了必胜的勇气，他们的努力肯定将有利于更加广泛地维护全体利益相关方的利益。但是其他的利益相关方呢？如果他们不愿意痛下决心，重新配置自己的资本、采用非中介化投资、提出新的交易规则、选举出自己的利益代理人，并坚持要求华尔街的行为更加正当，那么，“接下来会怎样？”的答案也很简单：大体一样。如果没有强大的外部压力，就不会发生任何变化。

接下来会怎样，也取决于华尔街人士以及华尔街的利益相关方如何对待过去的事情。

当阳光普照大地，市场表现强劲，企业盈利丰厚，投资者投资顺利，交易平稳上升时，华尔街人士就有可能把那些曾经遭受过惨重损失的岁月忘得一干二净。稍稍回顾一下过去，很快就能发现，一俟市场回归到最佳状况，华尔街就会很快地把过去的问题和过失掩饰过去。只要是在有利可图的时候，他们就完全有可能把遭受损失的日子抛在脑后（无论是因为交易、借贷、内部控制，还是因为解决客户诉讼而遭受损失）。这又回到了我们曾多次提及的一个根本问题：华尔街无视历史教训。不幸的是，很多华尔街的利益相关方都患上了同样的健忘症，一旦下一轮牛市显现，有大量的并购交易业务可做、有充足的资本可供募集、有良好的资产可供投资，而且不断有新的热门股票或者债券可供购买，他们就很可能把那些市场萧条的日子完全丢在脑后。因此，如果上一次市场紊乱中所表现出来的问题并没有得到适当的处理，那么几乎可以肯定，引发市场风暴的乌云就有可能在新的市场周期中再次聚集，并导致更多的错误交易，使更多的顾客不满，更多的客户和投资者遭受更加严重的损失。同时，客户们就会大声疾呼、四处投诉，这样，又得有人为此负责，并遭受处罚；银行机构也将不得不承认自己的过失和罪状，并赔偿客户的损失；监管机构也会意识到华尔街的过失，并给予相关机构和人员象征性的处罚，或推行一些新的（补救）法规。但永久性的、有意义的改进措施不会太多。因此，接下来会怎样？华尔街及其利益相关方是否会铭记市场萧条时期所发生的各种问题，还是根本就不会记在心上？他们是否会现在就采取行动，以防止未来可能出现的问题？

“接下来会怎样”最终取决于华尔街及其利益相关方打算做些什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果各方都意识到，为了改善各方的状况，确实需要作出一些相对重要的变化（不论市场周期），那么，我们在第十章与第十一章总结的基本准则，应该构成我们探讨的基础。否则，只有等候重蹈历史覆辙。

维持现状的含义

如果华尔街不愿意改变自身形象（或者认为任何程度的改变都是不必要的），那么华尔街的现状就不会改变。而这意味着，如果看到更多的与本书所探讨的几乎相同的错误和不正当行为发生，一点也不值得奇怪。它们的表现形式或许会有所不同，但无非是我们所非常熟悉的核心形式的变异而已，华尔街内在和外在的利益相关方还将继续受到伤害。然而，从一定程度上说，维持现状，华尔街就要冒着损害前千辛万苦地才逐步建立起来的很多东西，甚至损害已经存续了数十年的银行机构的风险。在第一章，我们就曾就华尔街作为金融传导体和金融创新者的重要性作出过评价，它的作用无与伦比，至关重要，而且公允地处理了相当大一部分的业务。但每一次过失、丑闻或者背信行为的发生，都会使成就华尔街的机制进一步遭受损坏，华尔街多年以来所显示出的良好适应力也面临退化的危险。就像一个受到重拳打击的拳击手，华尔街迟早会走向崩溃的边缘而备受人们的责难。如果不存在任何变革，每次错误和过失都可能造成非常严重的损失，华尔街的很多职能也将被彻底摧毁；华尔街的利益相关方也将在这一过程中频繁地遭受损害，并最终对华尔街这一体系丧失信心。而这，显而易见，必定会对经济和金融发展的很多方面造成严重的后果。



可以试想一下，如果维持现状，就意味着我们前文所讨论的错误和过失仍将会继续发生。愤怒难耐的客户就会放弃华尔街的中介功能，寻求其他的中介机制获取他们所需要的服务。这并不容易（而且，在某些情况下并不可行，因为可能根本不存在合适的替代者），但肯定会在一定程度上发生。而且，许多大型企业实际上已经自己解决了大部分融资需求。比如通用汽车、通用电气、福特汽车、UPS，以及其他一些企业都有直接面向投资者的融资安排，不必通过华尔街，就能向投资者发行证券。还有一些企业，譬如沃达丰（Vodafone）、BAT 等，通过组织“辛迪加交易俱乐部”（Syndicate Club Deals），按照他们自己的方式商议和解决彼此的借贷问题。虽然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些安排尚不足以满足他们所有的融资需求，但至少证明了，即使没有华尔街的直接参与，他们仍然能够募集资金。因此，如果华尔街在资金募集方面做的不尽如人意，融资非中介化的趋势就有可能加剧。同样，非中介化在并购业务领域也可能发生，比如通用电气、百事、卫康（Viacom）、波克夏哈瑟威（Berkshire Hathaway），以及强生等大型企业，在近年已经通过自己内部的“投资银行人员”开发、安排，并执行了数十亿美元的并购项目，无须借助华尔街传统的投资银行职能。因此，如果华尔街不能在并购业务领域很好地履行自己的职责（例如，不当的建议、不尽职的审慎性审查、有失公允的意见、使企业支付过高的对价），并购业务领域的非中介化趋势就会加剧。证券交易及其执行也可能会从传统渠道转移到近几年所发展起来的电子交易平台。同样，这并不意味着能完全抛开已有的股票和期货交易等传统的交易平台，但这确实意味着有些业务会转移到一些新兴的替代渠道。在零售业务部门，普通小投资者越来越可能设立他们自己的财务计划/目标，建立他们自己的个人退休账户（IRAs）和储蓄计划，通过电子通信网络获取独立的研究分析报告，并亲自执行交易（事实上，富裕的个人投资者中如今只有 30%的人完全依靠经纪人的服务作出重要的投资建议，而这一比例比新千年时的 40%出现大幅度下滑；越来越多的投资者开始依赖自己的技能或者独立的金融分析师进行投资，并且这一趋势大有向一般投资者蔓延的趋势）。因此，如果银行机构在处理零售业务时没有尽心尽责，个人客户的非中介化行动可能迅速升温。虽然金融非中介化不可能在每一项业务领域、每一个企业、每一个客户或交易中发生；市场状况非常复杂，这种情况不可能发生。但是，如果坚持维持现状，并且不适当地对待客户和交易，必定会导致某些损失发生，这对华尔街显然很不利。并且，它有可能在更广的范围内阻碍经济和金融业的增长。

维持现状也意味着银行机构可能无法获得业务扩张和从事风险业务所需要的资本。如果投资者持续受到不正当地对待，他们还会愿意继续向华尔街的金融机构投资吗？如果华尔街的过失和错误必定会使他们损失真金白银，那他们为什么不退出华尔街，把资金投资到别的地方？事实上，这完全有可能发生。资本的缺乏将给华尔街的银行机构，尤其那些极力想要做更多业务或者承受更大风险的机构，造成严重的影响。他们将被迫支付更高的资金成本，不但会使他们自身业务的盈利能力降低，也会使得保证金交易和融资交易的盈利空间下降。他们的风险承受力也将减弱，这意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

味着很多业务将不可避免地输给资金实力更加雄厚的其他机构。并且，他们容聚风险能力也将下降，为客户提供风险服务的欲望会随之下降，从而更加广泛地影响经济发展。

变革的含义

如果改变现状意味着什么？摒弃现状并试图改变华尔街的各项业务，意味着在短期内要付出一些额外的成本（而且，可能会造成一些混乱），但从中长期来看，会为华尔街的利益相关方创造更加有利而且更加安全的商业环境。那些意识到变革的重要性、并愿意在我们前文所反复提及的各个重要方面采取行动（或者其他殊途同归的方式）的金融机构，将创造一个良好的商业氛围，为客户提供高质量的金融业务，并使客户从中获利，其他的一些利益相关方，譬如投资者、监管机构，以及社会也将从中获利。不要梦想华尔街通过变革，能变成一个具有神奇色彩的世界，将能够使所有的各个方面都变得平静而和谐。这样的世界不可能存在，华尔街总是会存在这样或那样的问题，总是有利益相关方会遭受一定程度的损失。正如我们所说的，这是自由竞争市场和具有可变性的资本主义体系的内在本质。这里，我们只是想再次强调第十章所提及的论题，即尽心尽责地做正确的事情，以正确的方式推进正确的业务，为所有的利益相关方带来收益，并增强整个行业的实力。多年以来，华尔街为经济和社会作出了重要贡献，未来它还将在更广的范围内，以更强的实力继续作出重要贡献。虽然金融非中介化仍然可能发生，但这种非中介化是积极的（例如企业或零售客户为了追求效率，或节约成本），而不是消极的（例如，为了不至于受到华尔街的粗暴对待，而寻求可替代的方式）。而且，资本仍将继续有效地流转，银行机构的投资者不会紧闭他们的资金阀门，因为他们仍很愿意赚取合理的回报，而不必担心在投资过程遭遇不测或人为事故，使自己的投资完全偏离了自己的初衷。

如前文所述，变革就会产生成本。很多外在的和内在的重要方面的变革都需要付出代价，比如雇佣更加优秀的员工、审计师和监察人员，实施更加稳健的技术和内部控制，制定新的（明智的）监管制度，吸引更多精明勤奋的董事，使操作流程更加合理化，等等，都需要付出代价。但是这些成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该被看作一项投资，以净现值的框架来评估其价值。如果权衡推行适当的业务模式现在所需花费的资金成本（和以后每年所要付出的成本），以及因此带来的收益，譬如业务越来越好所产生的效益，错误和客户事故（诉讼、仲裁和调节）减少而节约的费用等，收益毫无疑问会大大超出成本。并且，这还不包括必然会产生的无形收益，比如商誉、诚信、信任，以及声誉的增加，都会带来更多的业务，从而使华尔街获利。

1972 年，时任美林总裁兼首席执行官的唐·里根（Don Regan）预测："到 1980 年，华尔街将失去许多它所特有的风味……与我们过去多年以来所看到的华尔街相比，此时的华尔街将远不会那么光彩夺目"。[1] 当然，后来情况并没有如此。华尔街在过去的三十年尤其出色，而且毫无疑问，它未来还将变得更加辉煌，这是充满活力的世界中金融业务的本性。问题的关键在于，这一美好远景的出现是否将与进步和变革同行！

注释

1. J. Brooks, *The Go-Go Years* (New York: Ballantine, 1973), p. 348.